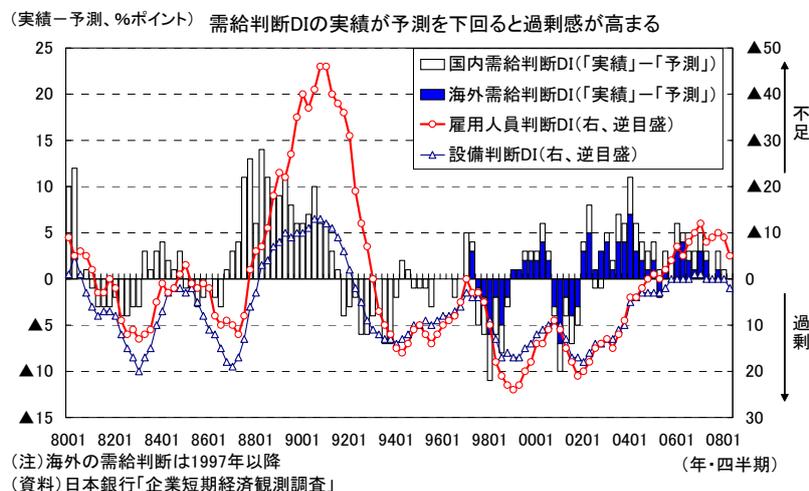


Weekly エコノミスト・ レター

景気後退の深さをどう見るか

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

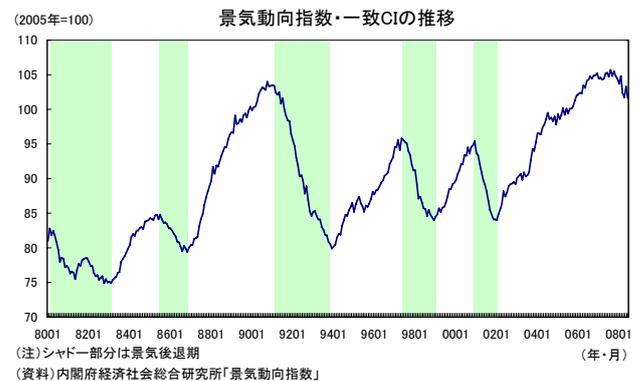
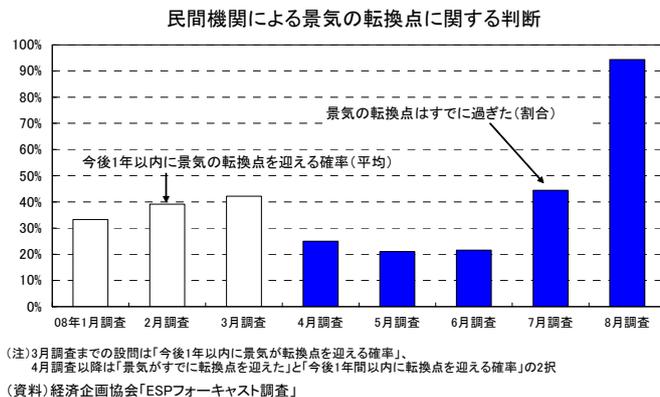
1. 2002年1月を底とした戦後最長の景気回復局面が終了したことがほぼ確実となり、市場の関心は景気後退の深さ、景気底打ちの時期に移っている。
2. 日本経済の重石となっていた過剰問題（債務、雇用、設備）が解消されているため、今回の景気後退が深刻なものになるとの見方は少ない。2008年度の実質GDP成長率予測の民間機関の平均は0.7%程度（当研究所の予測は0.6%）で、マイナス成長にまで落ち込んだ過去3回の景気後退期に比べれば調整は軽微にとどまると見られている。
3. ただし、過去を振り返ってみると、景気後退局面入りした時点では過剰感がなくても、その後の需要減退に伴い過剰感が急速に高まることも多い。
4. 景気後退が予想以上に深いものとなる最大のリスク要因は、米国をはじめとした海外経済の減速が想定以上のものとなることである。物価高による実質所得の減少から個人消費が一段と落ち込むことも下振れリスクのひとつと考えられる。
5. 日銀短観の需給判断DIは、景気後退局面では企業の予測を実績が下回る傾向があるが、現時点ではそのような動きは見られず、需要の停滞は国内、海外ともに企業の想定範囲内におさまっていると考えられる。景気後退の深さを占う上では、需要の落ち込みが企業の想定以上のペースで進むかどうか注目される。



●景気後退の深さ、長さが焦点に

7/30に公表された6月の鉱工業指数で、4-6月期の鉱工業生産が2四半期連続で前期比マイナスとなったことを境に、景気の現状認識は大きく変化した。2008年初め頃から景気後退観測は徐々に高まっていたが、景気がすでに後退局面入りしているとの見方は必ずしも多数派ではなかった。しかし、8月初旬(8/4締切)に集計された「ESPフォーキャスト調査」(民間エコノミスト37人が対象)では、景気がすでに転換点を過ぎているとの回答が前回7月調査の44.4%から94.4%へと急上昇した。

また、8/6に内閣府から公表された6月の景気動向指数では、C I一致指数による景気の基調判断が「悪化」(景気後退の可能性が高いことを暫定的に示す)に下方修正され、8/7公表の月例経済報告で、政府は景気の基調判断を「景気は、このところ弱含んでいる」へと下方修正した。さらに、日銀は8/19の金融政策決定会合において、景気の現状判断を7月の「さらに減速」から「停滞」へと下方修正した。



正式な景気基準日付は、内閣府が事後的に設定することになるが、2002年1月を底とした戦後最長の景気回復局面が終了し、景気がすでに後退局面入りしていることはほぼ確実となった。こうした中、市場の関心は今回の景気後退の深さ、あるいは景気底打ちの時期に移っている。

●現時点の調整スピードは緩やか

景気後退の深さは、「調整スピード」と「調整期間」によって決まる。

まず、過去の景気後退期間は内閣府の景気基準日付によって確認することができる。一方、調整スピードについては、必ずしも定まった尺度があるわけではないが、ここでは景気変動の大きさ(量感)を定量的に把握することが出来る景気動向指数のC I一致指数を用いて過去の景気後退局面における調整の深さ(調整スピード×調整期間)と現局面を比較してみた。

なお、直近の景気の山は暫定的に2007年10月とし、現行(2005年基準)の景気動向指数(C I指数)が存在する1980年以降について計算した。

景気後退局面における調整が最も深かったのは、1990年代初頭のバブル崩壊時(91年2月～)

で、調整スピードが速かったことに加え、調整期間も長かったため、C I 一致指数の水準はピークから 20%以上低下した。1980 年代の景気後退期は、いずれも調整スピードは年率換算で 3~4%程度と緩やかであり、戦後最長の後退期間（36 ヶ月）となった世界同時不況期（80 年 2 月～）においても、深さ自体は 10%以下であった。

一方、バブル崩壊後の 2 度の後退局面（97 年 5 月～、00 年 11 月～）では、調整期間はそれほど長くはなかったものの、調整スピードが速かったため、調整の深さはいずれも 10%を超えるものとなった。

これに対して、今回の景気後退は現時点では、調整スピードは年率換算で 5%台と、比較的緩やかにとどまっている。

景気後退期におけるCI一致指数の調整スピード、期間、深さの比較

	後退期 (年・月)	深さ	調整スピード (年率換算)	期間 (月数)
第9循環	8002~8302	▲9.5%	▲3.3%	36
第10循環	8506~8611	▲5.6%	▲4.0%	17
第11循環	9102~9310	▲21.9%	▲8.8%	32
第12循環	9705~9901	▲11.8%	▲7.3%	20
第13循環	0011~0201	▲11.4%	▲9.8%	14
第14循環	(0710)~(0806)	(▲3.7%)	(▲5.5%)	(8)

(出所)内閣府

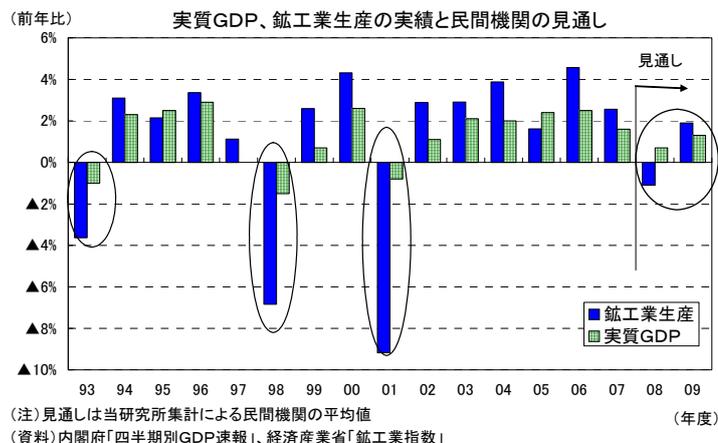
なお、戦後の平均的な景気後退期間は 16 ヶ月だが、景気後退が短期間で終了したのは 1960 年代までの高度成長期に集中しており、安定成長期に入った 1980 年代以降で計算すると、景気後退の平均期間は 24 ヶ月となる。

●深刻な景気後退は回避との見方が一般的

現時点では、景気底打ちの時期については「2008 年度内」から「2010 年以降」までばらつきが見られるが、調整のスピードについては緩やかなものとどまり、結果としてそれほど深い調整にはならないという見方が一般的である。

たとえば、8 月中旬に民間調査機関が発表した経済見通しによれば、実質 GDP 成長率の平均は 2008 年度が 0.7%、2009 年度が 1.3%（各社資料より当研究所が集計、以下同じ）となっており、直近 3 回の景気後退期（1993 年度：▲1.0%、1998 年度：▲1.5%、2001 年度：▲0.8%）のようにマイナス成長にまで落ち込むという見方は少ない（当研究所の予測は 2008 年度が 0.6%、2009 年度が 1.5%）。

また、景気動向をより敏感に反映する鉱工業生産の見通しの平均は、2008 年度が前年比▲1.0%（当研究所は▲1.6%）、2009 年度が前年比 1.9%（当研究所は 0.9%）となっている。2008 年度は 7 年ぶりに減少に転じる見込みだが、過去の景気後退局面と比較すると落ち込み幅は小さい。



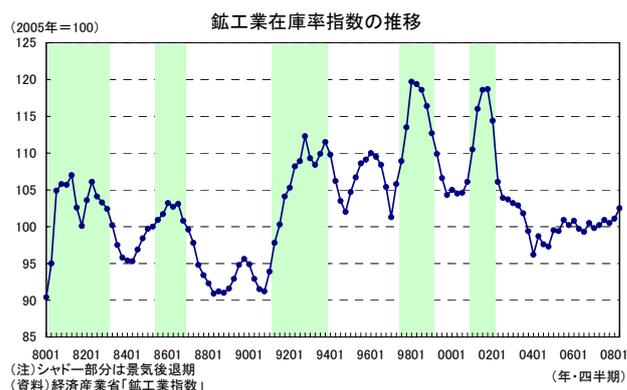
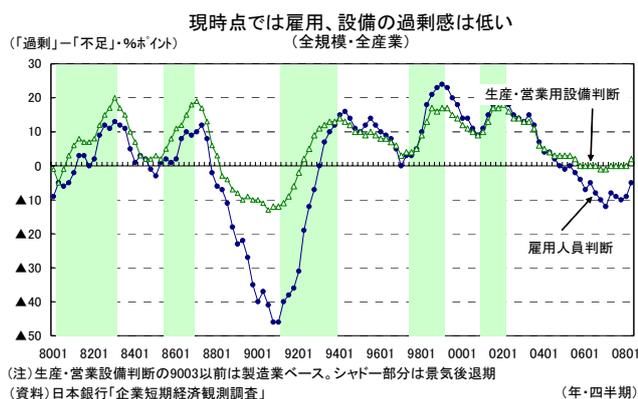
今回の景気後退における調整が軽微でとどまるという見方の背景には、バブル崩壊以降、長期にわたり日本経済の重石となっていた過剰問題（債務、設備、雇用）が現時点ではほぼ完全に解消されていることがある。

民間企業の借入残高はバブル期に大きく膨らみ、バブル崩壊後も高止まりが続いていたが、1990年代半ば以降、企業が借入の圧縮を徹底的に進めた結果、借入残高の名目GDP比は足もとではバブル期以前の水準にまで低下している。

また、日銀短観の設備判断DI、雇用人員判断DIを見ると、景気がすでに後退局面に入ったと考えられる2008年6月調査でも過剰感はほとんどなく、特に雇用については、団塊世代の大量退職、若年労働力の減少を背景に、雇用情勢の改善が足踏み状態となる中でも人手不足感の強い状態が続いている。

さらに、短期的な景気循環を大きく左右するのは、製造業の在庫循環だが、2002年以降の回復局面において、企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢をとり続けていたため、在庫の積み上がり幅は比較的小さい。

バブル崩壊以降の日本経済は、景気回復期においても過剰問題が残存していたため、いったん景気が後退に向かった場合の調整は非常に厳しいものとなったが、今回は過剰問題を起点とした調整圧力は極めて限定的と考えられる。

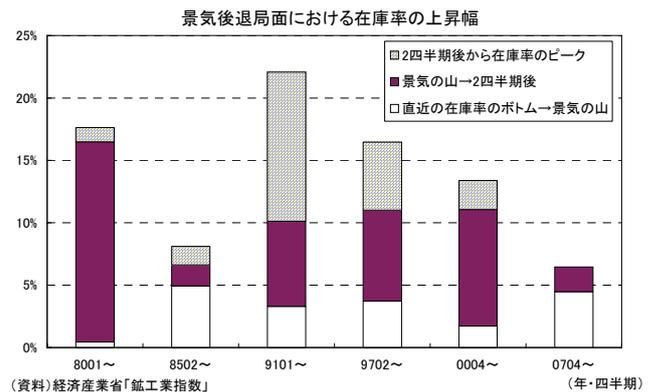
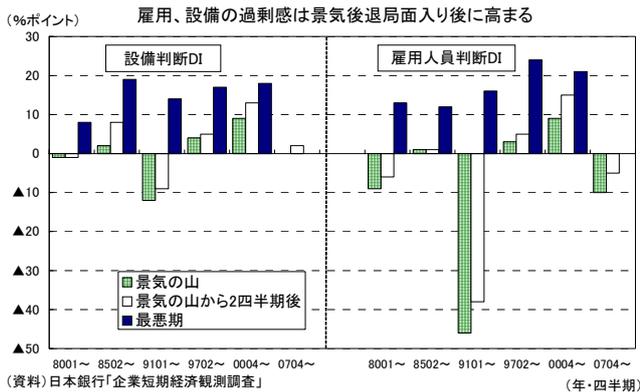


●最終需要の動向次第では、過剰問題再燃の可能性も

ただし、過剰問題がないというのはあくまでも景気後退の初期段階である現時点のものであることには留意が必要だ。

もちろん、景気後退局面入りした時点で過剰感が低いことは、深刻な調整が回避されるための重要な要素のひとつであることは確かである。また、これまでは景気後退局面入り直後に在庫率が急上昇することも多かったが、今回は在庫がそれほど積み上がっていない中で、調整が早めに行われていることもあって、景気後退局面入りから2四半期が経過した現時点での在庫率の上昇幅は小さく、在庫調整圧力はそれほど高まってはいない。

しかし、バブル期、あるいはそれ以前を振り返ってみると、景気後退局面入りした時点では雇用、設備ともにそれほど過剰感はなかったものの、景気後退局面入り後の需要減退に伴い過剰感が急速に高まるが多かったことは念頭に置いておくべきであろう。



現時点で過剰感が低いのは、景気後退局面としては需要が比較的底堅いことも大きな理由である。GDP統計の国内需要の伸びは2007年度に入り大きく鈍化し、2008年入り後は前年比でマイナスとなっているが、輸出が高い伸びを続け外需が景気を下支えしている。財・サービスの輸出は4-6月期には前期比▲2.3%と大幅に減少したものの、1-3月期の高い伸び(同3.4%)の反動による部分もあり、前年比では6.4%と比較的高めの伸びを維持している。

日銀短観の需給判断DI(需要超過-供給超過)は国内、海外ともにこのところ低下傾向にあるものの水準は高く、特に海外の需給判断は調査が開始された1997年以降では過去最高に近い水準にある。

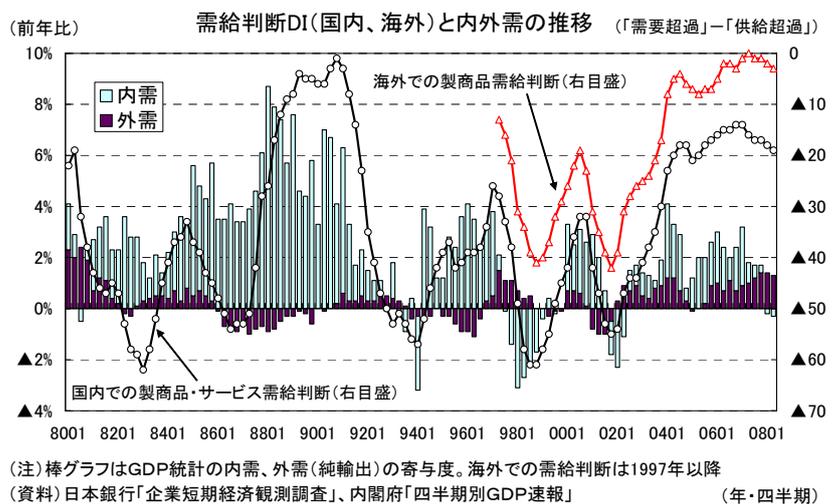
海外経済は減速傾向を強めているが、現時点ではアジア危機の1998年、ITバブル崩壊の2001年と比べれば調整は軽微にとどまるとの見方が一般的である。

IMFの世界見通し(2008年7月時点)によれば、2008年の世界経済は2007年の5%成長から4%程度への減速が見込まれているが、成長率の低下がこの程度でとどまれば日本の輸出が急速に落ち込むことは避けられるだろう。

また、7月中旬に1バレル=140ドル台後半まで上昇した原油価格(WTI先物)は、米国をはじめとした世界経済の減速に伴う需要減退観測の高まりなどからその後下落に転じ、足もとでは110ドル台で推移している。原油価格が今後横ばい圏で推移すれば、交易条件の悪化に伴う海外への所得移転に歯止めがかかることも期待される。

海外経済の減速が軽微にとどまり、交易条件の悪化に歯止めがかかるという想定が崩れなければ、今回の景気後退における調整がそれほど深いものになるとは考えられない。

最大のリスク要因は、米国経済の低迷が長期化し、海外経済の減速も想定以上のものとなることだろう。また、国内需要はすでに弱含みの動きとなっているが、物価上昇の加速に伴う実質所得の減少を背



景に、個人消費が一段と落ち込むことも景気下振れリスクのひとつと考えられよう。

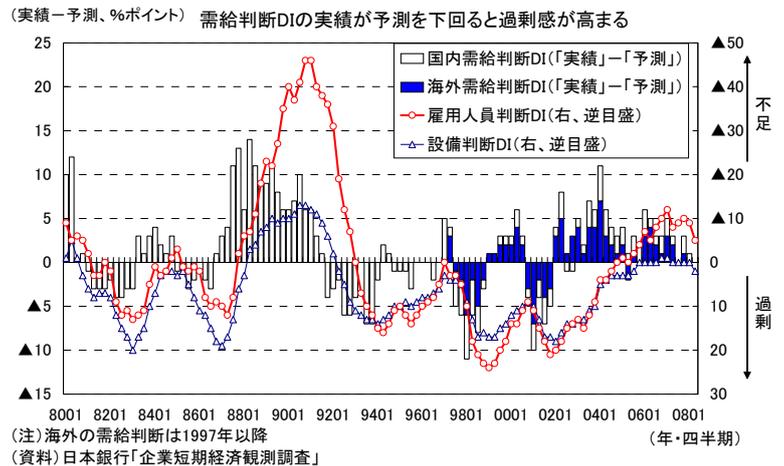
過剰問題が解消されている中で、今回の景気後退の深さが軽微でとどまるかどうかは、国内、海外の需要動向に依存する部分大きい。

ここで、日銀短観の需給判断 DI における企業の予測（前期時点）と実績の乖離に着目すると、景気回復局面では需要が企業の想定を上回ることが多いため、実績が予測を上回り、後退局面では逆に実績が予測を下回る傾向があることが分かる。

特に、1990 年以降の景気後退局面では予測から実績への下振れ幅が大きかったが、これは需要の減退が企業の想定を大きく上回るペースで進んだことを意味し、このことが過剰感の急速な高まりにもつながっていたと考えられる。

2002 年以降の景気回復局面ではほぼ一貫して実績が予測を上回ってきた。企業が先行きに対して慎重な姿勢を崩さない中、実際の需要は企業の想定を上回るペースで拡大してきたことを表している。2007 年度に入ると上振れ幅は小さくなったものの、景気後退局面の特徴である下振れの動きは今のところ見られない。最終需要は減速しているが、現時点では企業の想定範囲内におさまっていると考えられる。

景気後退の深さを占う上では、需要の落ち込みが今後、企業の想定以上のペースで進むかどうか注目される。



● 月次GDPの動向

<6月、7月>

6月の月次GDPは、内外需ともに弱含んだため、前月比▲0.9%と3ヵ月ぶりの減少となった。

7月の月次GDPは、外需の増加などから前月比0.2%と2ヵ月ぶりの増加を予測する。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2008/2	2008/3	2008/4	2008/5	2008/6	2008/7	2008/1-3	2008/4-6	2008/7-9
実質GDP	571,835	565,526	565,792	567,201	562,177	563,141	568,494	565,057	564,921
前期比年率							3.2%	▲2.4%	▲0.1%
前期比	0.7%	▲1.1%	0.0%	0.2%	▲0.9%	0.2%	0.8%	▲0.6%	▲0.0%
前年同期比	2.5%	▲0.3%	1.5%	1.7%	▲0.2%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%
内需（寄与度）	539,719	533,261	534,229	532,835	531,466	530,847	536,280	532,843	532,112
前期比	0.7%	▲1.1%	0.2%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	0.3%	▲0.6%	▲0.1%
前年同期比	0.9%	▲1.1%	0.0%	▲0.5%	▲0.3%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.1%
民間（寄与度）	424,074	417,282	419,486	417,905	416,015	415,756	420,163	417,802	417,113
前期比	0.9%	▲1.2%	0.4%	▲0.3%	▲0.3%	▲0.0%	0.4%	▲0.4%	▲0.1%
前年同期比	0.7%	▲1.1%	0.2%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.0%
民間消費	318,387	313,327	314,540	312,701	312,510	311,173	314,787	313,251	312,661
前期比	1.8%	▲1.6%	0.4%	▲0.6%	▲0.1%	▲0.4%	0.7%	▲0.5%	▲0.2%
前年同期比	2.7%	0.1%	0.9%	0.2%	0.6%	0.2%	1.4%	0.6%	0.3%
民間住宅投資	15,517	15,188	14,897	14,714	14,944	15,582	15,376	14,852	15,773
前期比	0.6%	▲2.1%	▲1.9%	▲1.2%	1.6%	4.3%	4.3%	▲3.4%	6.2%
前年同期比	▲15.7%	▲16.9%	▲17.0%	▲15.1%	▲14.6%	▲10.9%	▲16.6%	▲15.6%	▲3.6%
民間設備投資	89,119	87,412	88,983	89,366	87,318	87,334	88,747	88,556	87,009
前期比	▲0.7%	▲1.9%	1.8%	0.4%	▲2.3%	0.0%	▲0.1%	▲0.2%	▲1.7%
前年同期比	0.3%	▲1.8%	2.2%	1.2%	0.6%	▲0.1%	▲0.7%	1.3%	▲1.0%
民間在庫（寄与度）	1,821	2,125	1,884	1,943	2,061	2,486	2,024	1,963	2,488
前期比	▲0.1%	0.1%	▲0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	▲0.1%	▲0.0%	0.1%
前年同期比	▲0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	▲0.2%	▲0.1%	0.0%
公需（寄与度）	115,819	116,154	114,923	115,109	115,632	115,271	116,291	115,221	115,179
前期比	▲0.2%	0.1%	▲0.2%	0.0%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.0%
前年同期比	0.2%	▲0.0%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	▲0.1%
政府消費	95,426	95,100	95,363	95,537	95,585	95,642	95,435	95,495	95,472
前期比	▲0.4%	▲0.3%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	▲0.5%	0.1%	▲0.0%
前年同期比	2.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
公的固定資本形成	20,209	20,871	19,425	19,437	19,912	19,490	20,672	19,591	19,569
前期比	▲3.5%	3.3%	▲6.9%	0.1%	2.4%	▲2.1%	1.0%	▲5.2%	▲0.1%
前年同期比	▲2.6%	▲0.7%	▲6.5%	▲8.6%	▲5.7%	▲4.4%	▲2.0%	▲6.9%	▲4.9%
外需（寄与度）	31,373	31,521	30,406	33,209	29,553	31,137	31,471	31,056	31,651
前期比	▲0.0%	0.0%	▲0.2%	0.5%	▲0.6%	0.3%	0.4%	0.0%	0.1%
前年同期比	1.5%	0.8%	1.4%	2.1%	▲0.0%	1.4%	1.3%	1.1%	0.8%
財貨・サービスの輸出	94,615	93,243	92,242	92,961	90,405	91,447	94,038	91,869	93,427
前期比	0.4%	▲1.5%	▲1.1%	0.8%	▲2.7%	1.2%	3.4%	▲2.3%	1.7%
前年同期比	13.5%	6.9%	8.2%	8.9%	2.4%	8.3%	11.1%	6.4%	6.0%
財貨・サービスの輸入	63,242	61,722	61,836	59,752	60,851	60,311	62,567	60,813	61,776
前期比	0.8%	▲2.4%	0.2%	▲3.4%	1.8%	▲0.9%	1.2%	▲2.8%	1.6%
前年同期比	4.6%	3.1%	▲1.2%	▲6.3%	3.8%	▲0.9%	3.1%	▲1.3%	1.1%

<民間消費の内訳>

家計消費（除く帰属家賃）	260,748	256,680	256,282	255,455	256,052	254,726	257,738	255,930	255,212
前期比	1.9%	▲1.6%	▲0.2%	▲0.3%	0.2%	▲0.5%	0.7%	▲0.7%	▲0.3%
前年同期比	2.6%	0.1%	0.7%	▲0.1%	0.3%	▲0.1%	1.4%	0.3%	0.0%
需要側推計	2.3%	▲1.0%	▲1.5%	▲1.2%	▲0.2%	▲1.1%	2.2%	▲2.2%	▲0.6%
前期比	3.8%	0.8%	▲0.1%	▲1.9%	▲1.7%	▲2.3%	1.8%	▲1.3%	▲2.0%
前年同期比	2.5%	▲2.7%	0.9%	1.0%	▲0.3%	▲0.4%	0.3%	0.4%	▲0.2%
供給側推計	3.2%	▲0.4%	2.5%	1.8%	1.6%	2.9%	1.6%	2.0%	2.9%
帰属家賃	4,150	4,154	4,163	4,167	4,170	4,178	49,821	50,017	50,169
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

(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。