

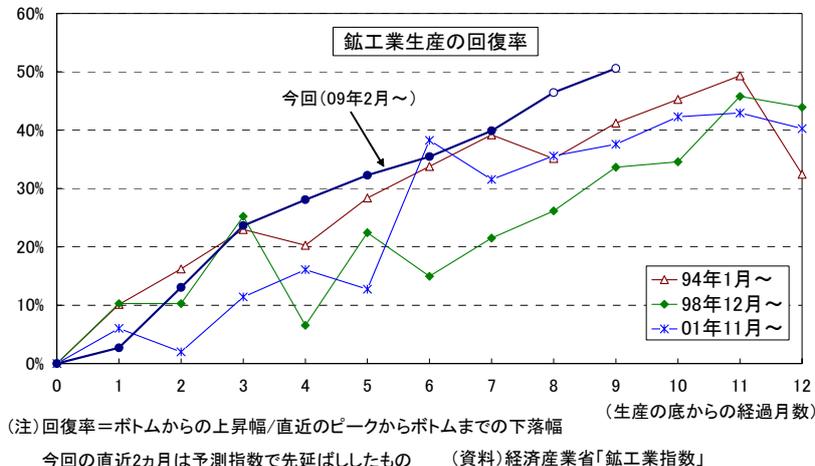
Weekly エコノミスト・ レター

金融危機後の景気回復ペース

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

1. 景気は2008年度末を底に回復を続けているが、昨年秋のリーマン・ショック以降の落ち込みがあまりに急激であったため、経済活動の水準は依然として低いものとどまっている。
2. 景気回復の初期段階、特に景気が急速に落ち込んだ直後においては、経済活動の水準が低いことはある意味では当然のことである。経済活動が元の水準に向けてどの程度の勢いで回復しているかを把握することが、景気動向を見る上で重要な視点と言えよう。
3. 鉱工業生産指数は2009年3月からの7ヵ月で20%以上上昇し、すでに直前の落ち込み幅の4割程度を取り戻している。今回の生産の回復ペースは1990年以降では最速となっている。
4. 一方、実質GDPは2四半期連続で高い伸びとなったが、それまでの1年間で落ち込んだうちの2割程度を取り戻したにすぎない。国内需要の回復の遅れを主因として、回復ペースは緩やかなものとどまっている。
5. 当面は輸出主導の景気回復が続くことが見込まれるため、鉱工業生産の伸びが実質GDPの伸びを上回る状態が続くことが予想される。実質GDPが回復の遅れを取り戻すためには、輸出の増加が個人消費、設備投資を中心とした国内需要の回復につながることに不可欠と言えよう。

順調に回復する鉱工業生産



●順調に回復する鉱工業生産

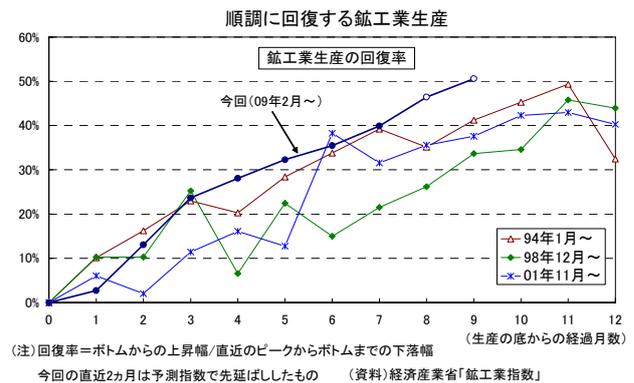
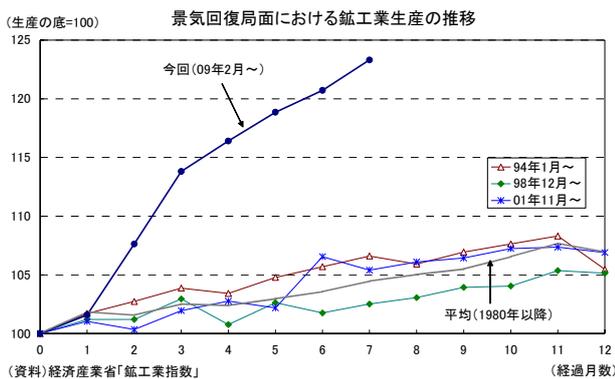
景気は2008年度末を底に回復を続けているが、昨年秋のリーマン・ショック以降の落ち込みがあまりに急激であったため、経済活動の水準は依然として低いものとどまっている。たとえば、鉱工業生産指数は前回の景気後退局面で40%近く落ち込んだ後、2009年2月を底に7ヵ月連続で上昇し、その間の上昇幅は20%を超えているが、直近の指数をピーク時（2008年2月）と比べると8割弱の水準にとどまっている。

ただし、景気回復の初期段階、特に景気が急速に落ち込んだ直後においては、経済活動の水準が低いことはある意味では当然のことである。経済活動が元の水準に向けてどの程度の勢いで回復しているかを把握することが、景気動向を見る上で重要な視点と言えよう。

（1990年以降では最も速い生産の回復ペース）

鉱工業生産指数は2009年3月以降、これまでにない速いペースで上昇を続けている。1980年以降の景気回復局面では、生産が底を打ってから1年以内に累積の上昇率が10%を超えることはなかったが、今回は3ヵ月目に10%、6ヵ月目に20%を超えている。

もちろん、足もとの生産の伸びが高いのは、それまでの急速な落ち込みの反動という側面も強い。そこで、直前の落ち込み幅の何割を回復しているか（回復率＝ピークからボトムまでの下落幅に対するボトムからの上昇幅の比率）を計算することにより生産の回復ペースを過去と比較してみると、今回は底打ちから7ヵ月経過した時点（2009年9月）で生産の回復率は39.9%となっている。1980年代は景気後退局面における落ち込みが非常に小さく、短期間で生産が元の水準を回復しているため、今回と比較することは難しい¹が、1990年以降の景気回復局面では最も速い回復ペースである。なお、10月、11月の生産指数が製造工業生産予測指数（10月：前月比3.1%、11月：同1.9%）通りの伸びになると仮定すると、回復率は50.6%となり、前回の景気後退局面で落ち込んだうちの半分を取り戻すことになる。

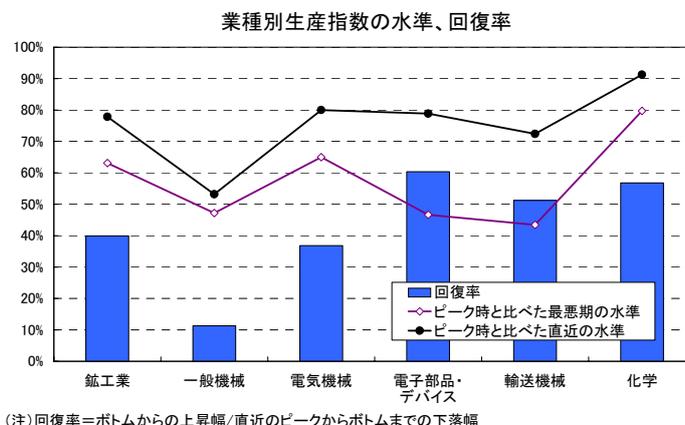


¹ 80年代の2度の景気後退局面における生産の下落率は▲4.2%、▲3.1%と小さく、それぞれ8ヵ月目、4ヵ月目に元の水準に戻っている。これに対して1990年以降の景気後退局面では生産の下落率がいずれも10%を超えている。

今回の景気回復は底入れ後も横ばい状態が長く続くL字型になるとの予想も少なくなかったが、鉱工業生産の動きを見る限りそうした見方はあてはまらないだろう。

生産の回復を業種別に見ると、前回の景気後退局面で極めて減産幅が大きく、生産の水準がピーク時の半分以下にまで落ち込んだ輸送機械、電子部品・デバイスはともにその後の増産ペースが非常に速く、すでに落ち込みの半分以上を取り戻している。

一方、一般機械は5割以上の減産となった後、5月からは増産に転じているが、設備投資の回復の遅れを反映し、現時点では落ち込み幅の1割程度しか回復していない。

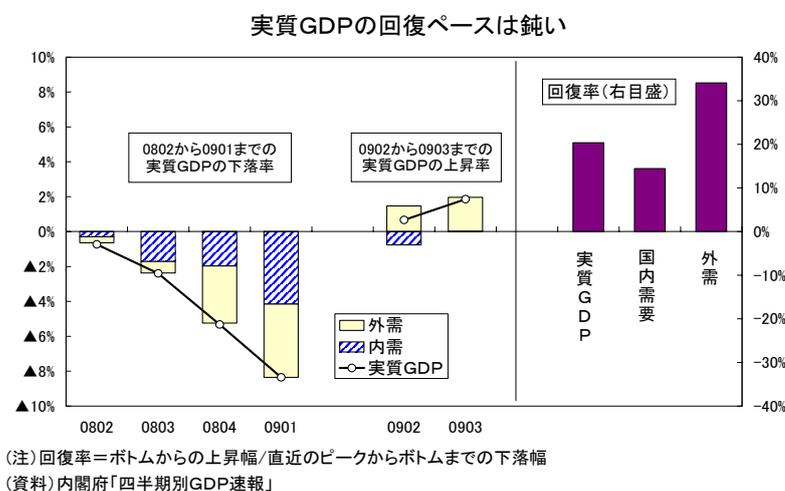


●実質GDPの回復ペースは鈍い

鉱工業生産が順調に回復する一方で、国内の経済活動全体をカバーするGDPの回復は遅れている。実質GDPは2009年4-6月期が前期比0.7% (年率2.7%)、7-9月期が前期比1.2% (年率4.8%)と2四半期続けて高い伸びを記録したが、2008年4-6月期からの1年間 (4四半期) で8.4%落ち込んでおり、その後の半年間で落ち込みの2割程度を取り戻したにすぎない。

実質GDPが連続してマイナスとなるケースは少ないため、今回の回復ペースを過去と比較することは難しいが、唯一3四半期連続でマイナス成長となったケース (2001年4-6月期~2001年10-12月期) では、直後の2四半期でその5割以上を取り戻す形となっていた²。

実質GDPの回復ペースの鈍さは、国内需要の回復が遅れていることに起因している。2008年4-6月期から



2009年1-3月期までの実質GDPの落ち込み幅▲8.4%のうち、内需、外需の寄与はともに▲4%程度とほぼ等しかったが、2009年4-6月期から7-9月期にかけての実質GDPの増加のほとんど全てが外需の寄与によるもので、国内需要はほぼ横ばいとどまっている。国内需要は設備投資の落ち込みに歯止めがかかったことなどから2009年7-9月期に8四半期ぶりに増加に転じたが、それまでの落ち込みの1割強を取り戻したにすぎない。

このように、経済活動の水準は鉱工業生産、実質GDPともに依然としてピーク時を大きく下回

² ただし、実質GDPが元の水準に回復するまでにはさらに4四半期かかった。

っているが、回復ペースで見ると鉱工業生産と実質GDPの間に大きな違いが見られる。

鉱工業生産は現時点ですでに直前の落ち込み幅の4割程度を回復しており、このままのペースで回復を続ければ、これから1年程度で元の水準まで戻ることになる。ただし、景気回復初期段階の特徴である在庫復元に伴う生産の押し上げ効果は今後減衰していくことが見込まれるため、それほど早い時期に生産が元の水準に戻ることはないだろう。

在庫復元の動きは一巡するものの、生産回復の主因となっている輸出は堅調な動きを続けている。中国をはじめとしたアジア向けが輸出の牽引役となっているが、回復が遅れていた欧米向けの輸出もここにきて持ち直しの動きが見られるようになっている。

当面は輸出主導の景気回復が続くことが見込まれるため、鉱工業生産の伸びが実質GDPの伸びを上回る状態が続くことが予想される。実質GDPが回復の遅れを取り戻すためには、輸出の増加が個人消費、設備投資を中心とした国内需要の回復につながる事が不可欠と言えよう。

月次GDPの動向

<2009年9月、10月>

9月の月次GDPは、設備投資の増加を主因として前月比0.4%と7ヵ月連続の増加となった。

10月の月次GDPは、外需の大幅増加などから、前月比0.3%と8ヵ月連続の増加を予測する。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2009/5	2009/6	2009/7	2009/8	2009/9	2009/10	2009/4-6	2009/7-9	2009/10-12
実質GDP	523,980	524,785	526,948	531,175	533,478	534,923	525,067	531,248	534,027
前期比年率							2.7%	4.8%	2.1%
前期比	0.2%	0.2%	0.4%	0.8%	0.4%	0.3%	0.7%	1.2%	0.5%
前年同期比	▲7.7%	▲6.3%	▲5.9%	▲4.2%	▲4.1%	▲2.9%	▲7.0%	▲4.5%	▲0.9%
内需（寄与度）	507,878	507,146	508,515	512,891	515,740	514,022	507,978	512,098	511,240
前期比	▲0.3%	▲0.1%	0.3%	0.8%	0.5%	▲0.3%	▲0.8%	0.8%	▲0.2%
前年同期比	▲4.6%	▲4.5%	▲3.1%	▲2.1%	▲2.2%	▲3.6%	▲4.5%	▲2.5%	▲2.4%
民需（寄与度）	387,861	387,577	389,147	392,885	395,600	393,653	388,079	392,136	390,453
前期比	▲0.4%	▲0.1%	0.3%	0.7%	0.5%	▲0.4%	▲1.1%	0.8%	▲0.3%
前年同期比	▲5.6%	▲5.0%	▲3.8%	▲2.8%	▲3.2%	▲4.3%	▲5.1%	▲3.1%	▲2.9%
民間消費	306,733	307,631	308,299	308,886	308,873	308,884	306,546	308,686	308,509
前期比	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	▲0.0%	0.0%	1.0%	0.7%	▲0.1%
前年同期比	▲1.0%	▲0.5%	▲1.0%	0.2%	0.4%	▲0.9%	▲0.8%	▲0.1%	0.5%
民間住宅投資	13,303	12,869	12,567	12,400	12,333	12,215	13,474	12,434	12,037
前期比	▲6.6%	▲3.3%	▲2.3%	▲1.3%	▲0.5%	▲1.0%	▲10.2%	▲7.7%	▲3.2%
前年同期比	▲10.2%	▲14.4%	▲17.4%	▲20.5%	▲23.1%	▲25.0%	▲10.0%	▲20.4%	▲25.0%
民間設備投資	68,763	68,123	68,110	70,528	72,648	71,594	69,307	70,429	69,843
前期比	▲3.2%	▲0.9%	▲0.0%	3.6%	3.0%	▲1.5%	▲4.2%	1.6%	▲0.8%
前年同期比	▲24.5%	▲20.2%	▲17.7%	▲15.8%	▲16.2%	▲14.3%	▲23.5%	▲16.6%	▲11.2%
民間在庫（寄与度）	-435	-544	674	1,573	2,247	1,462	-362	1,498	975
前期比	▲0.1%	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.1%	▲0.7%	0.4%	▲0.1%
前年同期比	▲1.0%	▲1.0%	0.1%	0.2%	0.2%	▲0.7%	▲1.0%	0.2%	▲0.7%
公需（寄与度）	120,004	119,556	119,355	119,994	120,127	120,357	119,820	119,907	120,732
前期比	0.1%	▲0.1%	▲0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%
前年同期比	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
政府消費	98,570	98,311	98,420	98,869	99,303	99,500	98,488	98,864	99,681
前期比	▲0.0%	▲0.3%	0.1%	0.5%	0.4%	0.2%	▲0.2%	0.4%	0.8%
前年同期比	2.6%	0.4%	1.0%	1.2%	2.3%	1.2%	1.1%	1.5%	1.2%
公的固定資本形成	21,336	21,146	20,816	21,005	20,705	20,738	21,104	20,842	20,831
前期比	2.4%	▲0.9%	▲1.6%	0.9%	▲1.4%	0.2%	7.7%	▲1.2%	▲0.1%
前年同期比	18.5%	14.2%	15.6%	10.9%	13.1%	10.4%	15.9%	13.1%	9.7%
外需（寄与度）	14,659	16,196	16,991	16,841	16,295	19,458	14,268	16,709	19,815
前期比	0.5%	0.3%	0.2%	▲0.0%	▲0.1%	0.6%	1.5%	0.4%	0.7%
前年同期比	▲3.2%	▲1.9%	▲2.9%	▲2.2%	▲2.0%	0.1%	▲2.9%	▲2.4%	0.7%
財貨・サービスの輸出	65,165	67,293	68,664	69,172	70,241	73,028	65,207	69,359	74,401
前期比	3.2%	3.3%	2.0%	0.7%	1.5%	4.0%	6.4%	6.4%	7.3%
前年同期比	▲33.6%	▲25.8%	▲26.2%	▲24.6%	▲18.2%	▲16.9%	▲29.3%	▲23.0%	▲4.6%
財貨・サービスの輸入	50,506	51,098	51,674	52,331	53,946	53,570	50,939	52,650	54,586
前期比	▲1.4%	1.2%	1.1%	1.3%	3.1%	▲0.7%	▲4.2%	3.4%	3.7%
前年同期比	▲21.6%	▲21.1%	▲14.3%	▲16.1%	▲9.8%	▲22.8%	▲17.6%	▲13.4%	▲11.5%

<民間消費の内訳>

	2009/5	2009/6	2009/7	2009/8	2009/9	2009/10	2009/4-6	2009/7-9	2009/10-12
家計消費（除く帰属家賃）	249,581	250,209	250,634	251,824	251,692	252,067	249,370	251,383	251,066
前期比	0.5%	0.3%	0.2%	0.5%	▲0.1%	0.1%	1.1%	0.8%	▲0.1%
前年同期比	▲1.4%	▲0.9%	▲1.2%	▲0.0%	0.1%	▲1.0%	▲1.2%	▲0.4%	0.4%
需要側推計									
前期比	0.8%	▲0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	▲0.3%	1.2%	0.9%	▲0.2%
前年同期比	6.7%	5.3%	4.6%	5.5%	5.9%	1.3%	5.1%	5.1%	1.2%
供給側推計									
前期比	0.0%	1.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	2.1%	1.0%	0.4%
前年同期比	▲5.0%	▲3.1%	▲5.4%	▲4.5%	▲3.9%	▲3.4%	▲4.3%	▲4.9%	▲1.4%
帰属家賃	4,219	4,222	4,230	4,232	4,235	4,241	50,675	50,802	50,910
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
前年同期比	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%

(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もありません。