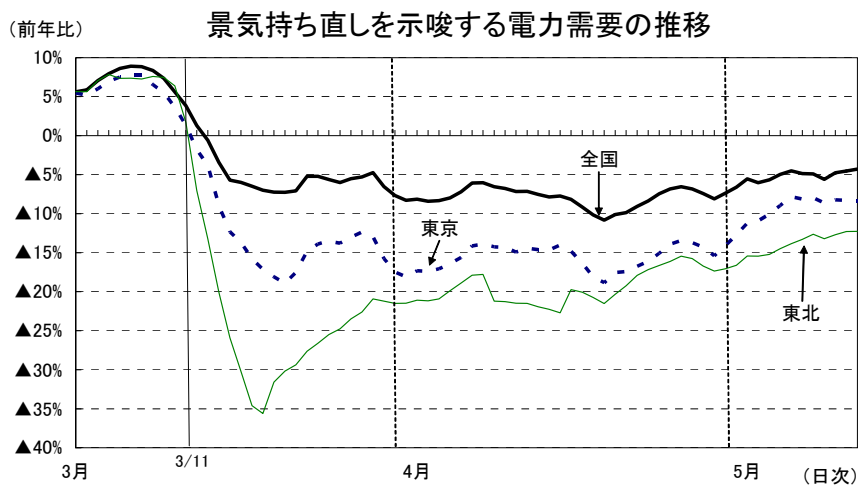


Weekly エコノミスト・ レター

景気は震災後の最悪期を脱するも、先行きは依然不透明

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

1. 東日本大震災の影響により、3月の経済指標は鉱工業生産が過去最大の落ち込みとなるなど軒並み大きく悪化した。しかし、製造業の生産計画は4月には増加に転じており、4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI、先行き判断DIがともに改善した。景気がリーマン・ショック後のようにスパイラル的に悪化するリスクはここに来て低くなっていると判断される。
2. 景気が震災後の最悪期を脱しつつあることは、経済活動との連動性が高い電力需要の推移からも確認できる。電力需要は3/11の震災直後から東北電力、東京電力管内を中心に大きく落ち込み、4月中旬には全国でも前年比で二桁のマイナスとなった。しかし、4月下旬以降は徐々に持ち直しに向かっており、足もとではマイナス幅が5%程度まで縮小している。
3. 景気ウォッチャー調査の先行き判断DIは、4月には過去最大の改善幅を記録したが、期待先行の面が強いと考えられることに加え、もともと先行き判断DIの景気への先行性は高くない。足もとの景気は下げ止まりつつあるが、先行きについては依然として不透明感が強い。



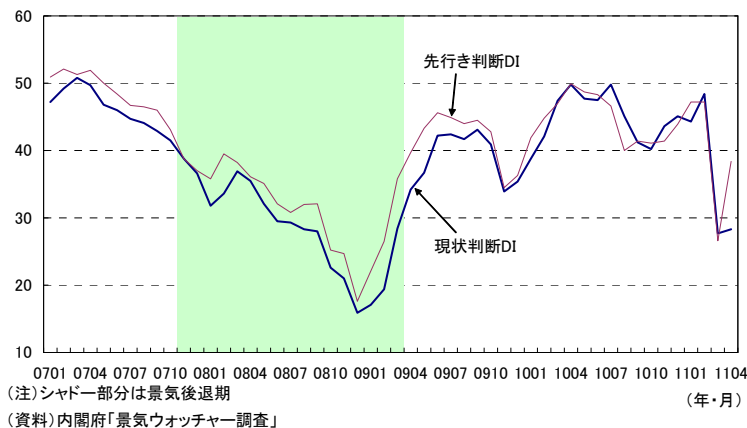
(注) 数値は一般電気事業者と特定規模電気事業者の合計、後方7日移動平均
(出所) 電力系統利用協議会

●景気の急速な悪化には歯止め

5/12に内閣府が発表した4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月比0.6ポイント、先行き判断DIが前月比11.8ポイントとなり、現状判断は2ヵ月ぶり、先行き判断は3ヵ月ぶりに改善した。

現状判断DIの改善は、震災後に実施された3月調査で前月比▲20.7ポイントの急低下となっていたことからすれば小幅にとどまったが、景気の急速な悪化には歯止めがかかりつつあることを示すものとして一定の評価はできるだろう。

景気ウォッチャー調査の推移



東日本大震災の影響により3月の主要経済指標は軒並み大きく悪化し、その多くは単月ではリーマン・ショックを上回る悪化幅となった。しかし、リーマン・ショック後のように、景気がスパイラル的に悪化するリスクはここにきてかなり低下したと考えられる。

リーマン・ショックの際には、景気ウォッチャー調査の現状判断DIが9ヵ月連続(08/4~08/12)、鉱工業生産指数が5ヵ月連続(08/10~09/2)で低下し、その間の鉱工業生産の落ち込み幅は▲31.1%にも達した。2011年3月の鉱工業生産は前月比▲15.3%と単月ではリーマン・ショック後を超える過去最大の落ち込みとなったものの、企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数は4月が前月比3.9%、5月が同2.7%となった。リーマン・ショックの際には、生産の実績値が大きく落ち込むと同時に、先行きの計画も大幅減という状態が数ヵ月にわたって続いていた。今回は、大震災後という特殊な状況下であり、工場の復旧や寸断されたサプライチェーンの回復ペース次第で、計画は大幅に修正される可能性があるが、少なくともリーマン・ショック後のように大幅な減産が続くことは回避される可能性が高いだろう。

景気ウォッチャー調査と鉱工業生産
(リーマン・ショックと今回)

(単位:前月比)

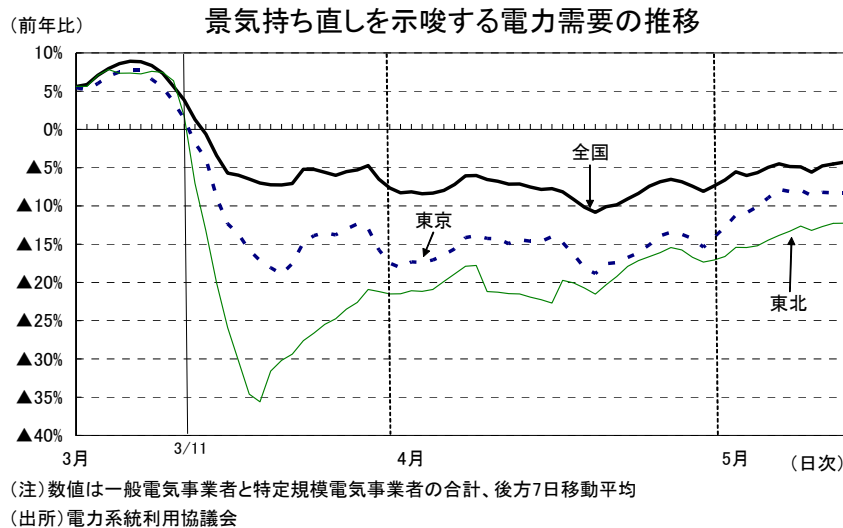
| (年・月) | 景気ウォッチャー調査 | | 鉱工業生産 | | |
|-------|------------|---------|--------|-------|-------|
| | 現状判断DI | 先行き判断DI | 実績値 | 1ヵ月先 | 2ヵ月先 |
| 08/9 | ▲0.3 | 0.1 | 0.1% | ▲1.8% | ▲1.1% |
| 08/10 | ▲5.4 | ▲6.9 | ▲3.4% | ▲4.4% | ▲1.0% |
| 08/11 | ▲1.6 | ▲0.5 | ▲7.0% | ▲4.5% | ▲3.9% |
| 08/12 | ▲5.1 | ▲7.1 | ▲8.4% | ▲7.2% | ▲3.9% |
| 09/1 | 1.2 | 4.5 | ▲8.4% | ▲7.0% | 3.4% |
| 09/2 | 2.3 | 4.4 | ▲8.6% | 2.7% | 3.8% |
| 09/3 | 9.0 | 9.3 | 2.2% | 5.8% | 5.0% |
| 11/2 | 4.1 | 0.0 | 1.8% | 1.4% | ▲1.0% |
| 11/3 | ▲20.7 | ▲20.6 | ▲15.3% | 3.9% | 2.7% |
| 11/4 | 0.6 | 11.8 | — | — | — |

(注)鉱工業生産の1ヵ月先、2ヵ月先は製造工業生産予測指数による
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」、経済産業省「鉱工業指数」

景気の急速な悪化に歯止めがかかりつつあることは、経済活動との連動性が高い電力需要の推移からも確認できる。

電力系統利用協議会が日次ベースで集計している統計によれば、電力需要実績は3/11の東日本大震災発生直後から東北電力、東京電力管内を中心に急速に落ち込み、4月中旬には全国でも前年比で二桁のマイナス（後方7日移動平均、以下同じ）となった。しかし、4月下旬以降は徐々に持ち直しに向っており、足もとではマイナス幅が5%程度まで縮小している。直接の被災地である東北電力管内は、震災後には一時前年比▲30%を超える大幅な減少となったが、5月には前年比▲10%台前半までマイナス幅が縮小しており、東京電力管内は最悪期の前年比▲20%近い減少から足もとではマイナス幅が一桁にまで縮小している。

もちろん、電力需要は気温の変化による影響が大きいことや、震災後には景気への影響が比較的小さい節電努力によって電力不足に対応している部分も多いことから、今回は必ずしも過去の電力需要と景気との関係が当てはまらない可能性があることには留意が必要だが、最近の電力需要の動きが景気持ち直しを示唆するひとつの材料であるということと言えるだろう。



●景気の先行きは依然不透明

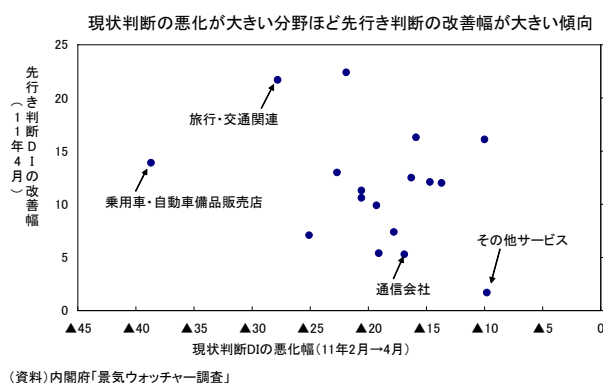
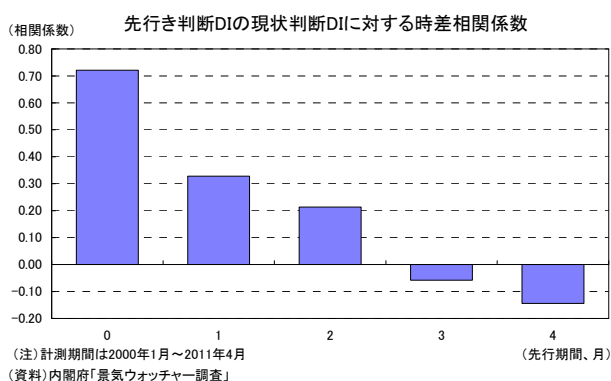
4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが小幅な改善にとどまる一方、先行き判断DIは急回復を見せた。前月比+11.8ポイントという改善幅は過去最大で、現状判断DIとの乖離幅も過去最大であった。先行き判断DIは2~3ヵ月先の景気についての回答を集計したものであり（現状判断DIは3ヵ月前と現状との比較）、4月調査の結果を額面通りに受け取れば、景気が今後V字回復に向かうことも期待できるということになる。

しかし、先行き判断DIの景気への先行性は実はあまり高くない。先行き判断DIの現状判断DIに対する時差相関を計測すると（計測期間：2000年1月～2011年4月）、時差相関係数は先行期間が1ヵ月の場合で0.33、2ヵ月の場合で0.21であり、3ヵ月以上では係数がマイナスとなる。一方、先行期間をゼロとした場合の相関係数は0.72と高く、景気ウォッチャー調査の先行き判断DIは先

行指標というよりはむしろ一致指標とみなすことも可能性である。これは、景気ウォッチャー調査の回答者は、景気の先行きについて判断する際にも足もとの景気動向に引っ張られる傾向が強いためと考えられる。

また、4月の景気ウォッチャー調査の動きを分野別に見ると、乗用車・自動車備品販売店、旅行・交通関連など、震災後の2ヵ月間で景況感（現状判断DI）が大きく悪化した分野ほど、4月の先行き判断DIの改善幅が大きという傾向が見て取れる。このことは、4月の先行き判断DIの急回復は期待先行の面が強いことを示唆している。

4月の先行き判断の大幅改善が数ヵ月後に現実のものとなる可能性は必ずしも高いとは言えない。景気は震災後の最悪期は脱しつつあるが、先行きについては依然不透明感が強いと考えられる。



(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。