

REPORT II

今回の景気回復における景気の山(ピーク)はいつか

経済調査部門 日向 雄士

景気回復の実感は欠けていたが、生産活動や企業業績の状況からは確かに、日本経済は99年4月を底としたあと、景気の回復が続いていた。

しかし2001年に入って、株価の下落、米国経済の減速に伴う輸出の鈍化、政府による景気判断の下方修正など、景気後退への懸念を高める材料が急速に増えている。

景気動向の考え方について、3月の時点では、既に景気は後退局面にある、そろそろ転換点に差しかかるが現在はまだ景気は拡大中である、現在は景気拡大局面の踊り場にすぎず今後も景気回復が続く、など景気の方角性を巡って百家争鳴の状況となっている。

こうした議論の中、2月末に日銀が金融緩和を決定するなど、景気が既に後退局面にあるとする味方が優勢となりつつある。

ここではこの3つの景気の見方について、前出を景気が既に後退局面にあるとする「8月景気ピーク説」と、「10 - 12月景気ピーク説」とに分け、前出とをまだ景気が回復中であるとする「景気回復継続説」にまとめて各々の主張を整理した。

(ここで現在とするのは、3月初めの執筆時点であることを敢えてお断りしたい。)

1. 既に景気は後退局面にあるとする考え方

1月の鉱工業生産指数の発表を受けて有力になりつつある景気後退説は次の3要因の悪化にもとづいている。

(1) 企業マインドの悪化

景気回復の二極化といわれてきたように、これまでの企業マインドアンケートでは、大企業(特に製造業)のマインドの改善が顕著な一方、中小企業(特に非製造業)のマインドの改善はあまり見られなかった。

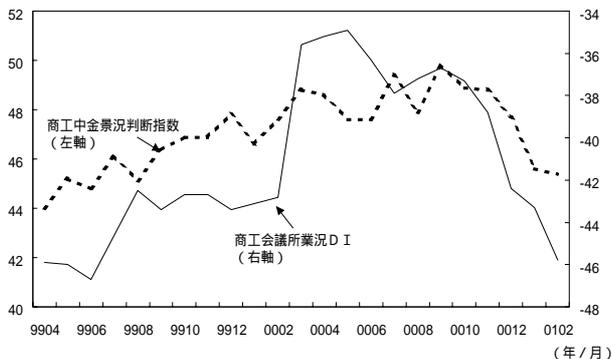
12月の日銀短観では、大企業の業況判断DI(「良い」 - 「悪い」)は前回9月と同じ2となり、先行き予測も0と悪化した。98年12月以来、改善が続いてきた業況判断DIだが、ここにきて改善が止まり悪化に向かい始めたといえる。

また、法人企業動向調査報告(内閣府)でも、全産業大企業(資本金10億円以上)の国内景気判断指標(BSI)が7 - 9月の18から10 - 12月には1へ大幅に低下したうえ、1 - 3月の見通しが - 6とマイナスとなった。日銀短観に比べ、法人企業動向調査報告の調査時点が12月25日と遅いことから、年末にかけてマインドの悪化がさらに進んだと考えられる。

一方、中小企業ではこれまでも、いくつかある調査のほとんどで、景況感の改善がはかばかしくなかった。そして、既に夏頃より一部の調査では企業マインドの悪化が進んでいたが、直近の状況について月次調査(注1)をもとに見てみると、年末から年始にかけて企業マインドが急速に悪化し始めた傾向が見て取れる。

企業マインドは、景気にやや先行するか、少なくとも景気に一致して動くものである。大企業・中小企業においてともにマインドの悪化をみたことは、景気回復は2000年内までしかもたなかったと推測できる。

図表 - 1 景況感の悪化が顕著な中小企業



(資料) 商工中金「中小企業月次景況観測」、商工会議所「LOB調査」2001/2月実績値迄。

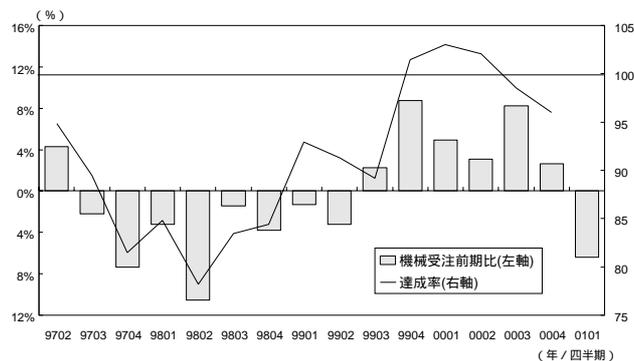
(2) 設備投資の先行指標の悪化

設備投資の先行指標である機械受注統計の「船舶・電力を除く民需」の伸び率は、10 - 12月期まで対前期比プラスを維持してきた。しかし、翌四半期受注見通し調査では、2000年7 - 9月期より実績が見通しを下回っていたうえ、1 - 3月期見通しでは対前期比 - 6.4%と伸びがマイナスに転じた。

特に、設備投資を牽引してきた電子通信機器の伸びの低下が顕著である。半導体在庫の積み上がり、生産の急減などから電子通信機器の受注回復はしばらく期待できそうにない。

機械受注の先行性から設備投資の伸びは2001年初めまでは続くものの、もはや景気回復を牽

図表 - 2 機械受注達成率の低下に連れて受注の伸びも低下



(注) 内閣府「機械受注統計」、2001年1-3月期は受注見通し。

引するだけの勢いはなくなっていると判断される。

(3) 雇用者の所得・雇用環境の先行き不安

消費者マインドを示す消費動向調査(内閣府)の消費者態度指数(季調値)は98年9月以降上昇が続いてきた。しかし、2000年9月より同指数の対前期比改善幅が徐々に低下してきたことに加え、同指数の内訳の「収入の増え方」「雇用環境」が12月に今回の景気拡張局面で初めて悪化した。

所得面においても、毎月勤労統計調査(厚生労働省)では2000年の冬のボーナスが前年比マイナスとなり、夏のボーナスが前年比プラスだったことに比べ悪化した。製造業の所定外労働時間の伸びも2000年11月以降、対前月比低下しており、これまでの雇用者所得増加のトレンドに変化が出始めていると考えられる。

さらに、2000年度の企業業績が2年連続の二桁増となる可能性が高いにもかかわらず、2001年の春闘賃上げ率は過去最低を記録した昨春並みとなる可能性も高い。

また、2000年内は前年比20%を超えて増加していた新規求人数や、99年5月の0.46を底に上昇を続けてきた有効求人倍率にも、2001年1月以降変調が出てきている。先に見たような企業

マインドの悪化が雇用市場にも悪影響を及ぼしつつあるものと考えられる。

2000年末頃から個人消費の動きにも底堅いものが見受けられる。しかし、家計所得や労働環境の先行きに陰りが出ており、消費が景気の牽引役となる可能性は低くなってきた。

以上、既に景気後退局面にあるとする考え方をみてきたが、次に、この考え方の内訳として「8月景気ピーク説」と「10 - 12月景気ピーク説」とを説明する。この2つの考え方の違いには、景気局面を判断する基本的な見方がよく現れていると思われる。

2. 景気8月ピーク説の根拠

景気8月ピーク説は、鉱工業生産指数（経済産業省）が8月に直近の最高値をつけたことなどから、今回の景気の山を2000年8月とする説である。

この説では、もっとも短い景気循環が在庫投資の変動によってもたらされることから、企業の生産活動が重視されている。

鉱工業生産指数の動きが過去の景気循環とほぼ一致しているうえ、実際の景気循環の決定においてもこれが重視されてきた。そのため、この説は非常に有力である。

この説では、今回の景気回復の牽引役が対米輸出に大きく依存した情報通信技術産業であったことから、米国の景気減速とともに輸出の伸びが鈍化し、景気が後退に向かったと考えられている。

この説を支持する統計データとしては、生産指数の推移のほかに、以下のものが挙げられている。

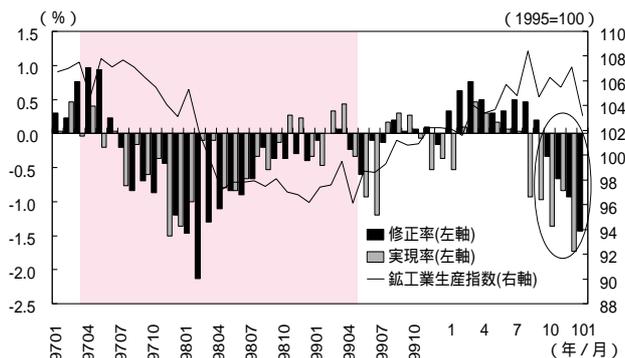
生産・出荷・在庫指数速報（経済産業省）

の製造工業生産予測調査の実現・修正率が、昨年7月以降直近までマイナス^(注2)となっていること。

7 - 9月期の実質GDP成長率が前期までのプラス成長から、対前期比年率 - 2.4%とマイナス成長に転じたこと。

日本の景気循環を決定する景気動向指数研究会（内閣府）が景気基準日付を決定するにあたって重視している景気動向指数の一致系列（全11系列）の、生産指数、原材料消費指数、大口電力使用料、稼働率指数、百貨店販売額、中小企業売上高の6系列が8月までにピークをつけた可能性が高いこと。

図表 - 3 製造工業生産予測調査の実現率、実現修正率の推移



(注) 経済産業省「生産・出荷・在庫指数速報」。修正率、実現率は3ヶ月平均値。シャドウは景気後退期。

3. 景気10 - 12月期ピーク説の根拠

景気10 - 12月期ピーク説においても、景気後退のきっかけは8月説と同じであり、米国の景気減速により輸出の伸びが鈍化したことと考えられている。主な相違点は、景気動向を総合的に見た場合、必ずしも鉱工業生産指数のピークと景気のピークとは一致しないのではないかという点にある。

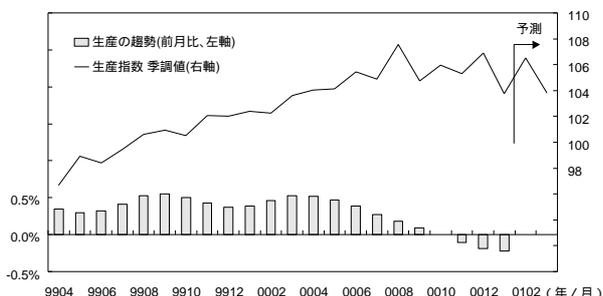
つまり、企業の生産活動が景気のトレンドに波をつけ方向性を決める大きな要因ではある

が、景気全体の動きとは必ずしも一致するとは限らない。そのため、景気の動きを総合的にみた場合、やや時期がずれる可能性があるということである。

(1) 2000年内は高止まった鉱工業生産指数
10 - 12月期ピーク説は、以下の点で8月ピーク説に異義を唱える。すなわち、8月景気ピーク説の最も有力な根拠となっている鉱工業生産指数が、8月以降も2000年内は高止まりしていた。

また、毎年4月末に生産指数（季調値）の年間補正が行われるが、2001年の補正の際は、2000年8月の値が下方修正される可能性が高く、現時点では8月がピークとなるか断定することは難しい。

図表 - 4 鉱工業生産指数の推移



(資料) 経済産業省「経済産業」2001年1月速報値にて季調替。季調替、趨勢計算、及び2001/2月以降予測値はニッセイ基礎研計算。

(2) 堅調な伸びが続いた設備投資

7 - 9月期の実質GDP成長率が前期比マイナスとなったが、内容を見てみるとマイナス成長の主因は公的固定資本形成の大幅なマイナスであったことが判る。

一方、景気循環を生み出す主要な原因の一つである設備投資の動向をみると、4 - 6月期に前期比マイナスとなった民間設備投資が7 - 9月期には前期比プラスへと転じたこと。設備投資とほぼ一致して動く資本財出荷指数が年

末までは上昇を続けていたことなどから、設備投資が2000年内は堅調に推移していたと考えられる。

また、設備投資の先行指標である機械受注統計が10 - 12月期まで前期比プラスの伸びを続けたことや、2001年2月の民間設備投資動向調査（日本経済新聞）においても依然として2000年度の設備投資計画がこれまでの設備投資実績を上回っていたことから、機械受注統計で予想されるとおり設備投資が増加すると考えられる。

このように設備投資の動向からみると、企業の設備投資の伸びが堅調に推移しているにもかかわらず、既に9月に景気が後退局面に入っていたとは考えにくく、鉱工業生産指数が高止まりしていた2000年内は景気が回復を続けていたと考える方が景気全体の動きと整合的である。

以上の要因を総合すると、景気のピークは10 - 12月期であった可能性が高いというのが10 - 12月期ピーク説の根拠である。

4. 景気回復継続説

2001年に入っても引き続き景気は拡大しているとする見方は、次の5つの要因を根拠としていると思われる。

(1) IT（情報通信技術）産業の伸びは続く
99年4月以降の景気回復では、回復の牽引役はIT関連産業であった。

米国ではこのIT関連技術の利用によって労働生産性が大幅に上昇した結果、史上最長の景気拡大が可能になったといわれている。そのため、日本でもITを活用すれば、90年代の停滞した景気状況から脱却できるのではないかとの主張がある。

特に90年代の日本経済では、企業の生産性の低さが問題点として挙げられることから、企業が生き残るにはITを活用して生産性を高めることが不可欠である。

そのため、企業業績が低下してもITには投資しつづければならぬため、IT産業の成長は止まらず、今後も景気を牽引していく。

実際、特定サービス産業動態統計（経済産業省）では、情報サービス業の売上高が高い伸びを続けており、同調査の1 - 3月期予測判断調査では今後も売上高が増加するとの見通しが多い。

(2) 生産活動の外需依存度は高くない

2000年内景気ピーク説では、対外輸出の鈍化により鋳工業生産が減少したことを景気転換のきっかけとみなしているが、実際のところ、鋳工業出荷に対する外需のウェイトは全体で10%強と低く、電気機械工業でも20%程度にすぎない。そのため、輸出鈍化が生産活動を大きく減速させる可能性は低い。

図表 - 5 鋳工業出荷 - 内外需別ウエイト -

	出荷	輸出向け	国内向け	輸出向け
鋳工業合計	10000.0	1198.1	8801.9	12.0%
電気機械工業	1984.8	400.9	1583.9	20.2%
輸送機械工業	1584.1	299.8	1284.3	18.9%
精密機械工業	80.5	34.8	45.7	43.2%
その他	4434.6	308.1	4126.5	6.9%

(注) 経済産業省「鋳工業生産活動分析」

そのため、2001年1 - 3月期に生産活動が減少しているように思われるのは、輸出減少のショックが一時的に現れたためである。生産活動の大半を占める国内向け出荷が減少する大きな要因はない。したがって、成長の踊り場を過ぎれば、再び鋳工業生産活動指数が上昇基調に戻る可能性が高い。

(3) 設備投資の伸びは2001年前半まで続く
設備投資の先行指標である機械受注が2000年10 - 12月期までは増加していた。機械受注統計が実際の設備投資に2 - 3四半期先行することから、設備投資の伸びが2001年4 - 6月期前後までは続き、景気を牽引する。

(4) 消費は緩やかな改善を続ける

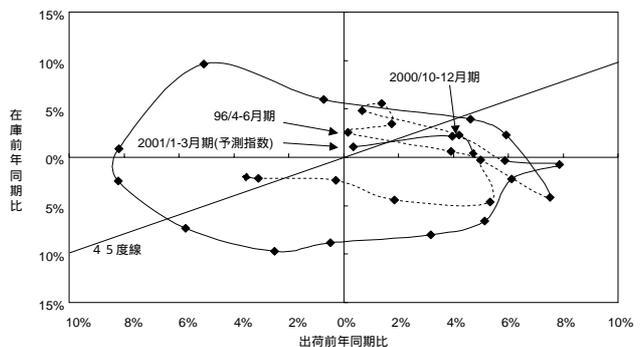
各種調査から、消費者マインドの改善が続いていることが確認できる。さらに、民間上場大企業の2000年冬のボーナスが前年比増加に転じたこと（厚生労働省「平成12年民間主要企業年末一時金受給状況について」）から、企業業績の改善に伴う雇用者所得の改善も続いている。

こうした結果、2000年末から2001年にかけて、消費活動にもようやく底堅さがうかがえ始めている。今後も緩やかではあるが、個人消費の改善が続く。

(5) 深刻な在庫調整には至らない

鋳工業出荷・在庫の対前年比増加率からみた循環図上では、2001年1 - 3月期に意図せざる在庫増加局面に入る可能性がある。しかし、前回の在庫調整局面では在庫の増加が始まった後も、設備投資などが高まったため、再度生産活動が活発化した。今回も、設備投資の増加や個人消費の増加が期待できることから、2001年初

図表 - 6 製品在庫循環



(資料) 通産省「通産統計」鋳工業

頭での在庫調整局面入りは回避できる。

また、このまま在庫調整局面に入った場合でも、今回は在庫水準が低いいため、景気後退につながるような深刻な在庫調整には至らない。

5. まとめ

ここでは、景気が後退しているか回復しているかといった景気転換点の考え方についてまとめてきた^(注)。

景気転換点の決定は、景気動向指数（一致系列）の個別指数の変化の山谷をブライ・ボッシュン（Bry - Boschan）法により決定、ヒストリカルDIを作成、内閣府の景気動向指数研究会が一致系列以外の主要経済指標の動きや専門家の意見を勘案し設定、という手順で行われる。

そしてこの決定にはいくつかの条件があるため、ここでは専門的になりすぎるので省略するが、実際に景気の転換点が決定されるのは、実際の景気の山より1年以上先のことになる。

そのため、今回の議論に白黒がつくのは当分先のこととなるが、足下の景気動向が今後の日本経済の方向性を決めるということには間違いがない。

景気がいったん後退局面に入れば、過去、最低で9ヶ月、最高で36ヶ月、景気後退が続いた。個別企業の業績や金融市場が景気動向に大きく影響を受けることから、今後の企業業績や金融市場の先行きを考える上でも足下の景気動向をどう判断するかということが一段と重要となっている。

(注1) 商工中金「中小企業月次景況観測」と商工会議所「L O B O調査」

(注2) 実現率：翌月の生産見込みと実績との関係。
修正率：翌々月の予測が翌月に変更された割合。
この数値が共にマイナスを続けることは、計画が実績を下回るにつれて計画も下方修正が続いていることを示し、景気後退局面で現れやすい。

(注3) ニッセイ基礎研究所の直近の景気判断については、毎週金曜日発行「Weekly エコノミスト・レター」に掲載（<http://www.nli-research.co.jp/> で閲覧可能）