

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

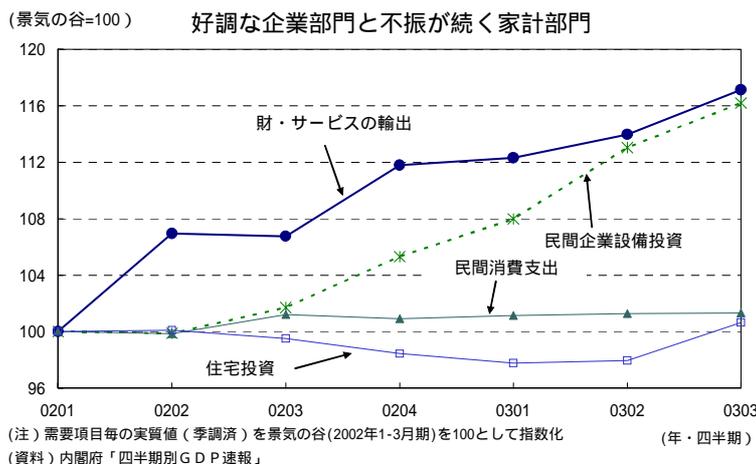
景気回復の持続性

<前回と同じパターンの景気回復>

1. 一時的に踊り場状態にあった日本経済は、ここに来て回復基調を強めている。
2. しかし、今回の景気回復は輸出の増加に支えられ設備投資が増加するという企業部門中心の回復となっており、家計部門は不振が続いている。これは戦後最短に終わった前回の回復パターンと同じである。
3. 景気が自律的、持続的な回復軌道に向かうためには、企業部門の改善が家計部門に波及し、個人消費が明確な回復に転じることが不可欠である。
4. 雇用・所得環境は持ち直しの動きが見られるが、来年度には家計の負担増が見込まれていることもあり、個人消費が本格的に回復することは難しい。当分は輸出次第で景気が左右されるという不安定な状態が続くだろう。

<月次GDP>

- ・9月の月次GDPは前月比0.8%となった。10月は外需がプラス寄与となることに加え、民需が引き続き堅調に推移することから前月比0.7%と2ヵ月連続の増加を予測する。



シニアエコノミスト 齋藤 太郎(さいとう たろう) (03)3597-8416 tsaito@nli-research.co.jp
 ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405
 ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

＜ 景気回復の持続性 ＞

2002年1月に底打ちをした日本経済は、イラク情勢の緊迫化やSARSの影響により一時的に踊り場を迎えたものの、輸出の再加速などからここにきて再び回復基調を強めている。政府、日銀は11月の月例経済報告、金融経済月報で、景気判断を揃って上方修正した。今回の景気回復が、戦後最短に終わった前回の回復期間（99年1月から2000年10月までの21ヶ月）を上回るとは確実にように思われる。

しかし、3年前を振り返ってみると、景気が実際にはピークを過ぎて後退に向かっても、しばらくは政府、日銀ともに景気の基調判断について「改善」、あるいは「回復」という表現を用いていた。景気判断は、1ヶ月から数ヶ月前の経済統計に基づいて行われることから、認知のラグが生じるためである。今回の景気回復期間が前回を超えたことを実際の統計で確認するためには年明け頃まで待たなければならない。

また、政府、日銀は景気の先行きについても比較的楽観的に見ており、この見方が正しければ景気回復が長期的なものとなる可能性もある。しかし、今回の景気回復パターンは短命に終わった前回と類似点が多く、景気の先行き、持続性については、慎重に見る必要があるだろう。

政府、日銀の景気判断の推移

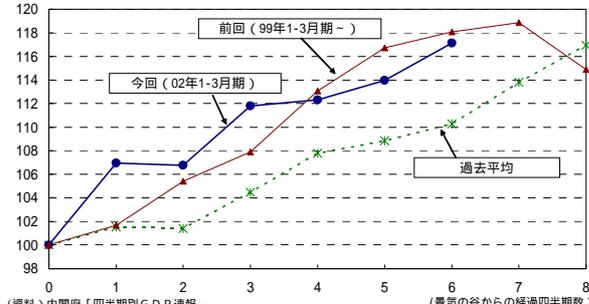
| 景気の時 | 政 府 (月例経済報告) | 日 本 銀 行 (金融経済月報) |
|---------|--|--|
| | 基 調 判 断 | 基 本 的 見 解 |
| 2000年7月 | 景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている | わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している |
| 8,9,10月 | | |
| 11月 | 景気は、家計部門の改善が遅れるなど、厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自立的回復に向けた動きが継続し、全体としては緩やかな改善が続いている | |
| 12月 | | わが国の景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている |
| 2001年1月 | | わが国の景気は、緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している |
| 2月 | 景気の改善は、そのテンポがより緩やかになっている | |
| 3月 | 景気の改善に足踏みがみられる | わが国の景気は、輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態となっている |
| 4月 | 景気は弱含んでいる | わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある |
| 2003年4月 | 景気は、おおむね横ばいとなっているが、引き続き不透明感がみられる | わが国の景気は、一部に持ち直しの動きも見られるが、イラク情勢を含め先行き不透明感が強まる中で、全体として横ばいの動きが続いている |
| 5月 | | わが国の景気は、全体として横ばいの動きを続けているが、先行き不透明感が強まっている |
| 6月 | 景気は、おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる | わが国の景気は、足許の輸出にやや弱さがみられるが、全体として横ばい圏内の動きを続けている |
| 7月 | | わが国の景気は、横ばい圏内の動きを続けている。 |
| 8月 | 景気は、おおむね横ばいとなっている。株価やアメリカ経済の動向など、我が国の景気を巡る環境に変化の兆しがみられる | |
| 9月 | 景気は、持ち直しに向けた動きがみられる | わが国の景気は、輸出環境などに改善の兆しがみられるものの、全体としてなお横ばい圏内の動きを続けている |
| 10月 | | わが国経済をみると、輸出環境が好転し、企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復への基盤が整いつつある |
| 11月 | 景気は持ち直している | わが国の景気は、緩やかに回復しつつある |

(注) 空欄は前月から変更なし

好調な企業部門と不振が続く家計部門

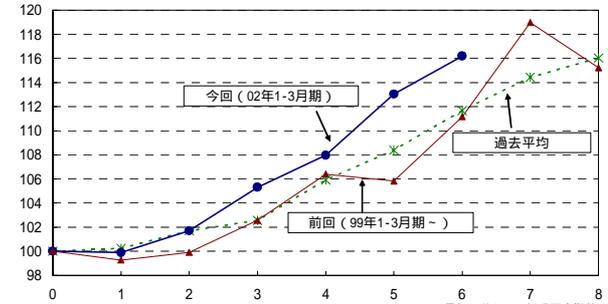
前回、今回の景気回復に共通する特徴は海外経済の回復を背景とした輸出の急増によってもたらされた点である。景気の谷以降の財・サービスの輸出の伸びは、前回、今回ともに過去の景気回復局面の平均を大きく上回るものとなっている。さらに、今回は輸出の増加が企業収益の改善を通じて比較的早い段階で設備投資の増加につながった。デフレーター的大幅な低下により実質の伸びが押し上げられている点は割り引いて見る必要があるが、その回復スピードは過去の景気回復局面の平均を上回るものとなっている。前回の回復局面における設備投資の伸びは過去の平均並みだったが、景気全体の回復力が脆弱だったことを考慮すれば、設備投資の回復は相対的にはかなり強いものだったとすることができるだろう。

(景気の谷=100) 輸出の伸びは過去平均を大きく上回る



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」 (景気の谷からの経過四半期数)
(注) 過去平均は1970年から前々回の景気回復局面までの平均値、80年以前は68SNAの数値

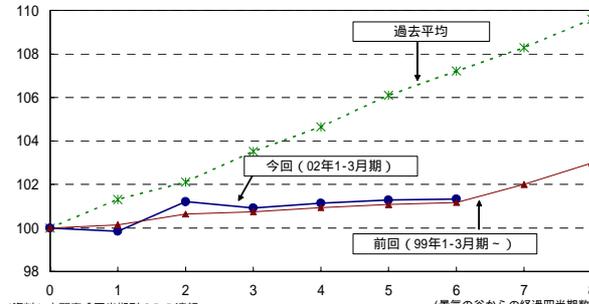
(景気の谷=100) 堅調な伸びを示す設備投資



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」 (景気の谷からの経過四半期数)
(注) 過去平均は1970年から前々回の景気回復局面までの平均値、80年以前は68SNAの数値

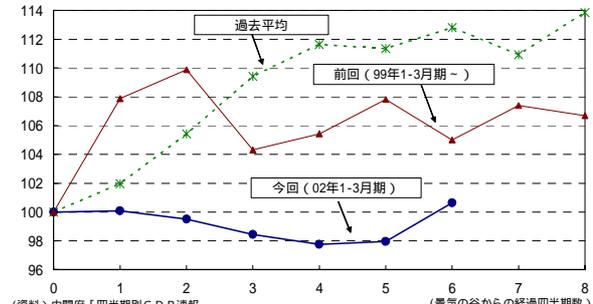
しかし、家計部門については、前回、今回ともに弱い動きとなっている。過去の回復局面において、民間消費は前期比1%程度で安定的に伸びていたが、前回、今回ともにほぼ横這いとどまっている。住宅投資についても、前回の回復局面の初期においては減税の効果で押し上げられたものの、その影響が剥落した後は低迷が続いている。2003年7-9月期には前期比2.7%と高い伸びとなったが、これは公庫金利引き上げを前にした駆け込み需要によるもので一時的なものに終わる可能性が高い。

(景気の谷=100) 低迷する民間消費



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」 (景気の谷からの経過四半期数)
(注) 過去平均は1970年から前々回の景気回復局面までの平均値、80年以前は68SNAの数値

(景気の谷=100) 低迷する住宅投資



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」 (景気の谷からの経過四半期数)
(注) 過去平均は1970年から前々回の景気回復局面までの平均値、80年以前は68SNAの数値

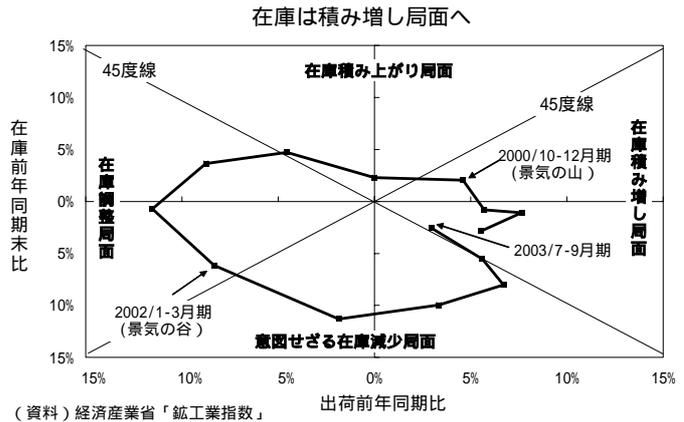
このように、総じて言えば、前回、今回の回復局面とも輸出の増加に支えられ設備投資が増加するという企業部門主導の回復となっており、対照的に家計部門は不振が続いている。

中間点を過ぎた景気

外需依存の景気は当然のことながら不安定なものとなる。また、景気が循環的にも回復局面の中間点を過ぎたと考えられることも不安要素のひとつである。鉱工業生産の製品在庫指数は7-9月期には前期比0.9%と9四半期ぶりに増加した。このことは企業が先行きの需要増を見越して在庫の積み増しを行うという前向きな循環が働き始めたと評価することができる一方で、何らかのショックが起きれば在庫調整が行われやすい局面にきたということも意味している。

今回は企業が在庫を積み増し始めたところで、頼みの綱の輸出が米国経済の減速を主因として大きく落ち込んだため、企業は在庫調整を余儀なくされ、景気全体が悪化に転じてしまった。

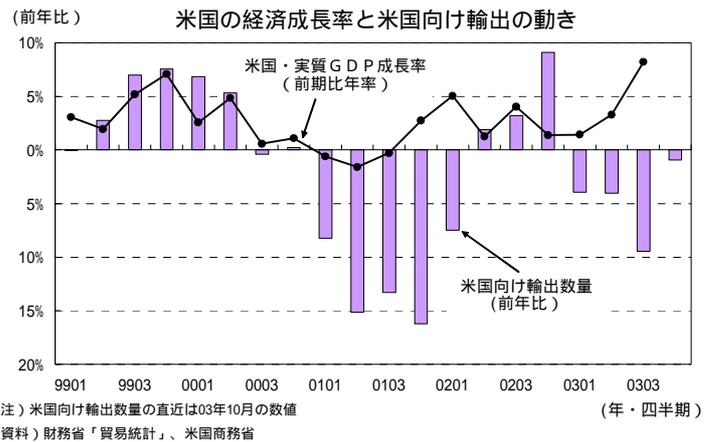
前回と同様に、景気回復が企業部門に偏り、家計部門への広がりが見られない中では、外生的なショックにより景気が腰折れしてしまうリスクは否定できないだろう。



幸いなことに、前回の回復局面と異なり、海外経済が順調に回復している。昨年末から今年初めにかけて低成長が続いていた米国経済は、7-9月期には前期比年率8.2%の高成長となった。今後は減税効果の剥落により伸び率は鈍化すると考えられるが、それでも10-12月期も年率4%前後の高い成長が見込まれている。日本から米国向けの輸出はアジア向けと比べこれまで大きく出遅れていたが、今後は増加に転じる可能性が高いだろう。アジア経済もSARSの沈静化に伴い回復している。

したがって、前回の回復局面のように海外経済の減速を理由として景気が腰折れするリスクは今のところ低いと考えられる。

しかし、円高の急進、イラク情勢の緊迫化、テロの頻発、SARSの再流行懸念などのリスクが今後浮上する可能性は念頭に置いておく必要があるだろう。

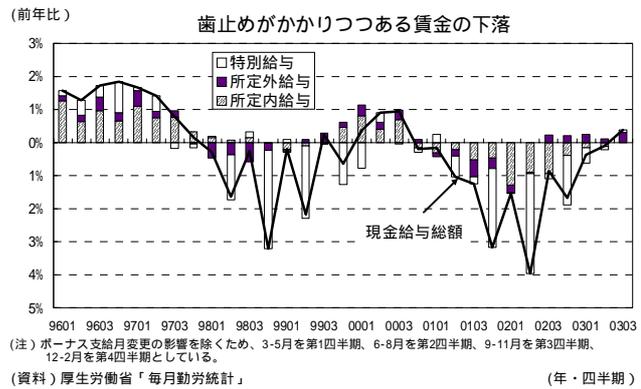


景気の持続的回復に欠かせない個人消費の回復

景気が自律的、持続的な回復軌道に向かうためには、企業部門の改善が家計部門に波及し、個人消費が明確な回復に転じることが不可欠である。

個人消費の停滞は基本的には雇用、所得が伸びないことに起因している。デフレが長期化し売上げの伸びが見込めない中、企業は人件費を中心としたコストの削減により利益の確保を図っているため、企業収益の回復がなかなか雇用増、所得増につながりにくくなっているのである。

ただ、雇用・所得環境はここにきて持ち直しの動きが見られる。失業率は依然高水準にあるものの、過去最悪だった1月の5.5%から9月には5.1%にまで改善している。賃金の減少も止まりつつある。残業時間の増加に伴う所定外給与の増加が続いていることに加え、所定内給与の減少幅も縮小している。今年の夏のボーナスは前年比1.4%と3年ぶりに増加に転じ、日本経済新聞、労務行政研究所調査では冬のボーナスも増加となっている。また、消費者心理も「雇用環境」に関する意識を中心として改善に向かっている。



このまま雇用・所得環境の改善が続いていけば、個人消費も徐々に持ち直しの動きが出てくることが期待できるだろう。しかし、2004年度には社会保険料の増加や増税などによる家計の負担増が見込まれており、個人消費が本格的に回復することは難しい。当分は輸出次第で景気が左右される不安定な状態が続くだろう。

月次GDPの動向

<9月、10月>

7-9月期の実質GDPは前期比0.8% (11/14 内閣府発表) となったが、当研究所推計の9月の月次GDPは前月比0.8%となった。民間消費、設備投資等の民間需要が好調であった。

10月の月次GDPは前月比0.7%と2ヶ月連続の増加を予測する。外需がプラス寄与となることに加え、民間消費、設備投資が引き続き底堅く推移すると見込む。



日本・月次GDP 予測結果

| | [月次] 実績値による推計 | | | | | | [四半期] | | |
|-------------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2003/5 | 2003/6 | 2003/7 | 2003/8 | 2003/9 | 2003/10 | 実績 | 実績 | 予測 |
| 実質GDP | 549,414 | 555,558 | 552,485 | 552,405 | 556,582 | 560,340 | 550,759 | 553,824 | 556,422 |
| 前期比年率 | | | | | | | 3.5% | 2.2% | 1.9% |
| 前期比 | 0.4% | 1.1% | 0.6% | 0.0% | 0.8% | 0.7% | 0.9% | 0.6% | 0.5% |
| 前年同期比 | 2.5% | 3.6% | 2.2% | 2.1% | 3.5% | 2.0% | 3.2% | 2.5% | 2.1% |
| 内需(寄与度) | 531,658 | 539,697 | 535,109 | 534,139 | 539,318 | 541,247 | 534,119 | 536,189 | 538,115 |
| 前期比 | 0.1% | 1.5% | 0.8% | 0.2% | 0.9% | 0.5% | 0.6% | 0.4% | 0.3% |
| 前年同期比 | 1.6% | 3.9% | 1.3% | 1.3% | 2.6% | 1.3% | 2.8% | 1.6% | 1.5% |
| 民間(寄与度) | 410,498 | 417,353 | 414,366 | 413,279 | 417,601 | 420,298 | 411,743 | 415,082 | 417,481 |
| 前期比 | 0.6% | 1.2% | 0.5% | 0.2% | 0.8% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.4% |
| 前年同期比 | 2.0% | 4.0% | 1.9% | 2.0% | 3.4% | 2.0% | 3.0% | 2.3% | 2.2% |
| 民間消費 | 299,106 | 304,734 | 299,938 | 300,400 | 301,464 | 302,851 | 300,460 | 300,601 | 300,636 |
| 前期比 | 0.5% | 1.9% | 1.6% | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 前年同期比 | 1.2% | 2.5% | 0.4% | 0.8% | 0.2% | 0.5% | 1.5% | 0.2% | 0.4% |
| 民間住宅投資 | 17,953 | 18,577 | 18,757 | 18,590 | 18,719 | 18,339 | 18,190 | 18,689 | 18,312 |
| 前期比 | 0.5% | 3.5% | 1.0% | 0.9% | 0.7% | 2.0% | 0.2% | 2.7% | 2.0% |
| 前年同期比 | 3.8% | 0.6% | 0.0% | 0.9% | 2.8% | 0.6% | 2.4% | 1.2% | 0.3% |
| 民間設備投資 | 94,299 | 95,393 | 96,786 | 94,959 | 97,863 | 98,904 | 93,912 | 96,536 | 98,192 |
| 前期比 | 2.5% | 1.2% | 1.5% | 1.9% | 3.1% | 1.1% | 4.7% | 2.8% | 1.7% |
| 前年同期比 | 9.9% | 17.2% | 13.6% | 10.5% | 17.3% | 11.5% | 13.9% | 14.2% | 12.5% |
| 民間在庫(寄与度) | -860 | -1,351 | -1,114 | -669 | -446 | 204 | -819 | -743 | 340 |
| 前期比 | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.2% |
| 前年同期比 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 0.1% | 0.2% |
| 公需(寄与度) | 121,159 | 122,344 | 120,743 | 120,860 | 121,717 | 120,948 | 122,377 | 121,107 | 120,634 |
| 前期比 | 0.5% | 0.2% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% |
| 前年同期比 | 0.4% | 0.1% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.7% | 0.3% | 0.7% | 0.7% |
| 政府消費 | 91,114 | 92,087 | 91,507 | 91,300 | 92,186 | 91,294 | 91,661 | 91,664 | 91,522 |
| 前期比 | 0.7% | 1.1% | 0.6% | 0.2% | 1.0% | 1.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% |
| 前年同期比 | 1.0% | 1.6% | 0.5% | 0.0% | 0.6% | 0.2% | 1.4% | 0.4% | 0.2% |
| 公的固定資本形成 | 29,944 | 30,156 | 29,200 | 29,524 | 29,496 | 29,774 | 30,615 | 29,407 | 29,232 |
| 前期比 | 5.7% | 0.7% | 3.2% | 1.1% | 0.1% | 0.9% | 2.6% | 3.9% | 0.6% |
| 前年同期比 | 12.5% | 8.0% | 12.6% | 11.9% | 13.3% | 11.0% | 10.3% | 12.6% | 10.9% |
| 外需(寄与度) | 17,756 | 15,861 | 17,376 | 18,266 | 17,264 | 19,094 | 16,640 | 17,635 | 18,307 |
| 前期比 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.1% |
| 前年同期比 | 0.9% | 0.3% | 0.9% | 0.2% | 0.8% | 0.7% | 0.4% | 0.9% | 0.6% |
| 財貨・サービスの輸出 | 65,667 | 65,112 | 66,004 | 66,715 | 67,616 | 70,971 | 64,981 | 66,779 | 69,815 |
| 前期比 | 2.3% | 0.8% | 1.4% | 1.1% | 1.4% | 5.0% | 1.5% | 2.8% | 4.5% |
| 前年同期比 | 7.0% | 3.9% | 8.4% | 8.8% | 11.6% | 13.9% | 6.5% | 9.6% | 9.5% |
| 財貨・サービスの輸入 | 47,911 | 49,251 | 48,628 | 48,450 | 50,352 | 51,877 | 48,341 | 49,143 | 51,508 |
| 前期比 | 0.1% | 2.8% | 1.3% | 0.4% | 3.9% | 3.0% | 1.2% | 1.7% | 4.8% |
| 前年同期比 | 1.6% | 9.0% | 1.2% | 1.3% | 5.6% | 10.0% | 3.5% | 2.7% | 6.0% |

<民間消費の内訳>

| | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 家計消費(除く帰属家賃) | 242,472 | 247,451 | 242,586 | 243,306 | 245,077 | 245,768 | 243,726 | 243,656 | 243,622 |
| 前期比 | 0.5% | 2.1% | 2.0% | 0.3% | 0.7% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 前年同期比 | 1.2% | 2.5% | 0.7% | 0.5% | 0.1% | 0.3% | 1.6% | 0.1% | 0.1% |
| 需要側推計 | 0.2% | 3.5% | 3.5% | 1.1% | 0.2% | 0.9% | 0.9% | 0.7% | 0.4% |
| 前年同期比 | 1.5% | 3.3% | 2.0% | 1.6% | 2.2% | 1.5% | 1.8% | 0.8% | 1.2% |
| 供給側推計 | 0.8% | 0.6% | 1.4% | 1.0% | 1.7% | 0.4% | 0.7% | 0.8% | 0.7% |
| 前年同期比 | 1.0% | 3.2% | 0.2% | 0.1% | 1.9% | 0.6% | 1.8% | 0.6% | 0.9% |
| 帰属家賃 | 50,424 | 50,495 | 50,572 | 50,620 | 50,687 | 50,724 | 50,430 | 50,626 | 50,783 |
| 前期比 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.4% | 0.4% | 0.3% |
| 前年同期比 | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.5% | 1.6% | 1.6% | 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。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)