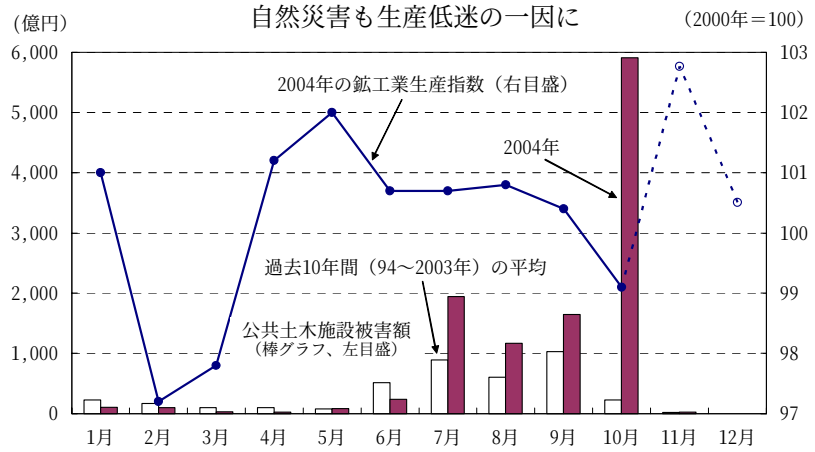
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

景気は回復持続と後退局面入りの岐路に

＜景気は回復持続と後退局面入りの岐路に～自然災害も生産低迷の一因＞

1. 10 月の景気動向指数の一致指数は 3 ヵ月連続で 50%割れとなり、日銀短観 12 月調査では大企業・製造業の業況判断 DI が 7 期ぶりに悪化した。景気は回復を持続しているか、すでに後退局面に入っているか、微妙な局面にある。
2. 現時点で、景気動向指数の一致系列の過半数が 6 月までにピークアウトしている可能性がある。また、景気との連動性が非常に高い鉱工業生産の直近のピークは 5 月であり、10 月の指数はこれよりも 3%近く低い水準にある。
3. ただし、今年は夏から秋にかけて相次ぐ台風の上陸や新潟県中越地震による被害のために、企業の生産活動が大きく下押しされている可能性がある。
4. 11 月以降は、自然災害の影響はほぼなくなっているため、生産は反動で大きく伸びることも期待できる。逆に、反動増が小さければ生産がすでに実勢として弱まっていたということで、景気はすでに後退局面入りしているということになる。
5. 今後数ヵ月の生産の動きで、景気回復基調が維持されているか、すでに後退局面に入っているかの結論が出ることになろう。



（注）公共土木施設被害額は国土交通省まとめによる(2004年12月15日現在)
鉱工業生産指数は経済産業省「鉱工業指数」、11月,12月は製造工業生産予測指数で先延ばししたもの

シニアエコノミスト　斎藤 太郎（さいとう たろう） (03)3512-1836　tsaito@nli-research.co.jp
ニッセイ基礎研究所　経済調査部門
〒102-0073 東京都千代田区九段北 4－1－7 ℡：(03)3512-1884　http://www.nli-research.co.jp/

＜ 景気は回復持続と後退局面入りの岐路に＞

●景気は微妙な局面に

10 月の景気動向指数の一致指数は 10.0%となり、景気判断の分かれ目となる 50%を 3 ヵ月連続で下回った。また、日銀短観の 12 月調査では、大企業・製造業の業況判断 DI が 7 期ぶりに悪化した。景気がすでに後退局面入りしているという見方も徐々に増えている。

政府、日銀は「月例経済報告」、「金融経済月報」において、景気が回復基調にあるという判断は維持しているが、方向としては 11 月、12 月と 2 ヵ月連続で景気の総括判断を下方修正した。景気は回復を持続しているか、すでに後退局面に入っているか、微妙な局面にある。

景気が山をつけたかどうかは、簡便的には景気動向指数の動きから判断できる。具体的には、景気動向指数の一致指数 11 系列のうち 6 系列以上がピークアウトした時点が景気の山となる。

そこで、現時点（12/24）で判明している統計をもとに、一致指数を構成する 11 系列それぞれの動きを見ると、「商業販売額（小売業）」は 2 月、「生産指数」、「鉱工業生産財出荷指数」、「稼働率指数」、の 3 系列は 5 月、「所定外労働時間指数」、「投資財出荷指数（除輸送機械）」の 2 系列は 6 月、「大口電力使用量」、「商業販売額（卸売業）」、「中小企業売上高」の 3 系列は 7 月が直近のピークとなっている。このまま、各指標が低下していくと、ピークをつけた系列が 11 系列の過半数（6 系列）となった 6 月が景気の山ということになる。

景 気 動 向 指 数　一 致 系 列 の 推 移

年	2004												直近のﾋﾟｰｸ
月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	からの下落率
生産指数（鉱工業）	101.0	97.2	97.8	101.2	102.0	100.7	100.7	100.8	100.4	99.1			▲2.8%
鉱工業生産財出荷指数	110.0	104.8	107.1	108.4	109.5	109.3	107.8	107.7	109.1	105.8			▲3.4%
大口電力使用量 <100万kW>	22046	22434	22167	22393	22239	22557	22589	22211	22466	22086	22199		▲1.7%
稼働率指数（製造業）	103.0	98.5	98.9	102.0	103.3	101.7	102.2	102.6	102.1	102.1			▲1.2%
所定外労働時間指数（製造業）	113.6	113.4	113.4	113.5	115.2	115.5	114.2	114.6	114.2	113.3			▲1.9%
投資財出荷指数（除輸送機械）	92.9	89.3	85.2	90.1	93.2	95.4	95.1	93.4	91.9	91.5			▲4.1%
商業販売額（小売業）<前年同月比>	0.9	1.8	-1.7	-1.0	-2.2	-2.5	1.0	-1.6	-0.3	-0.9			▲2.7%
商業販売額（卸売業）<前年同月比>	2.1	1.0	0.5	3.7	-1.9	5.1	6.2	5.3	2.4	1.4			▲4.8%
営業利益（全産業） <億円>			110641			123164			13046				―
中小企業売上高（製造業）	94.5	92.9	92.3	94.6	95.1	95.4	95.9	94.3	95.3	93.4			▲2.6%
有効求人倍率（除学卒）	0.77	0.77	0.77	0.77	0.80	0.82	0.83	0.83	0.84	0.88			―

（注）○ は個別系列の直近のﾋﾟｰｸ。12/24までに発表された統計をもとに作成。

今後の景気動向の鍵を握るのは鉱工業生産指数の動きである。一致指数の構成指標のうち、製造業に関するものが 6 系列と過半数を占めており、これらは鉱工業生産との連動性が非常に高いからである。

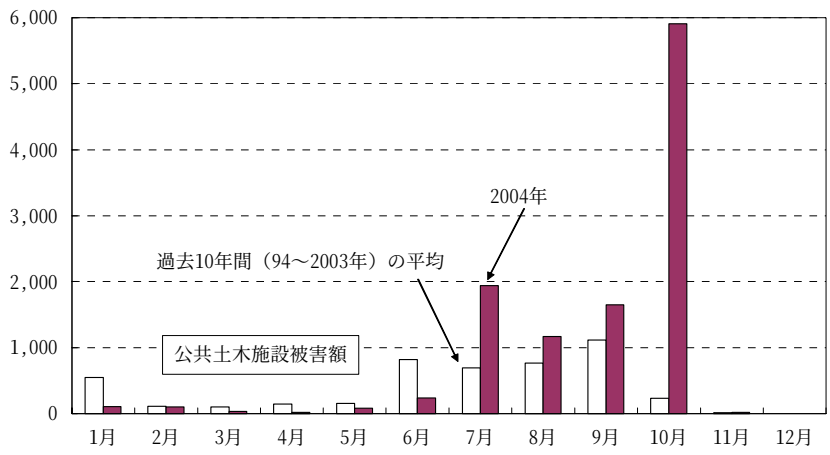
そこで、鉱工業生産の最近の動きを見ると、7-9 月期に前期比▲0.7%と 5 四半期ぶりに低下した後、10 月も前月比▲1.3%の大幅低下となった。生産指数の直近のピークは 5 月だが、10 月はこれよりも 2.8%低い水準にある。輸出の伸び鈍化、IT 関連財の在庫調整などから、最近の生産は弱い動きが続いており、当面 5 月の水準を越えることは難しそうにも思われる。

●自然災害が生産を下押ししている面も

ただし、今年は夏から秋にかけての相次ぐ台風の上陸や新潟県中越地震の影響で、企業の生産活動が大きく下押しされている可能性があることには注意が必要である。

今年は観測史上最多となる 10 個の台風が上陸し、各地に大きな被害をもたらした。国土交通省がまとめている「公共土木施設被害額」によれば、例年、夏から秋にかけては大雨、台風などによる被害が大きいが、今年は被害額が例年に比べて突出している。さらに 10 月については、今年の台風の中でも最も大きな被害をもたらした台風 23 号と新潟県中越地震が重なったことで被害は極めて甚大なものとなっている。

突出している今年の自然災害による被害額



（注）公共土木施設被害額は国土交通省まとめによる(2004年12月15日現在)

もちろん、この数字は公共施設の被害額であって、直接民間企業の工場の被害を表すものではない。しかし、公共施設の被害が大きいということは当然、民間企業の工場も大きな被害を受けている可能性が高いだろう。実際、新聞報道等では、台風、地震の影響によって、多くの企業で工場の操業停止に追い込まれたことが伝えられている。

過去においても、自然災害などによる被害額が大きかった月に、鉱工業生産が大きく落ち込んだというケースは少なくない。今年の被害額の大きさからすれば、足もとの企業の生産活動はかなり下押しされている可能性が高いだろう。

ここで挙げた過去の例では、生産は基調としては上昇局面にあったため、落ち込みは一時的なものにとどまり、被害が一巡した後はその反動で大幅な伸びを示している。

災害被害額が大きかった月とその前後の生産動向

年/月	鉱工業生産（前月比）	公共施設被害額（億円）	災害の主因
94/12	0.6%	31.8	
95/1	▲2.6%	4,119.0	阪神・淡路大震災
95/2	2.1%	0.5	
95/3	0.9%	251.5	
00/8	1.5%	107.5	
00/9	▲2.2%	1,160.9	台風14号
00/10	1.7%	378.4	
00/11	0.4%	23.9	
03/7	0.5%	691.6	
03/8	▲1.1%	1,166.7	台風10号
03/9	3.7%	458.1	
03/10	1.1%	12.2	
04/7	0.0%	1,943.5	豪雨、台風10号
04/8	0.1%	1,170.8	台風11,15,16号
04/9	▲0.4%	1,647.8	台風18,21号
04/10	▲1.3%	5,908.7	台風22,23号、新潟県中越地震
04/11		2.2	

（注）公共施設被害額は国土交通省調べ（2004年12月15日現在）

自然災害の影響は一部にはまだ残っているものの、11 月に入るとその影響は大幅に低減している。たとえば、経済産業省等の資料によれば、地震により操業が停止していた新潟県内の多くの工場で 11 月に入ると再稼動しており、生産が被災前の水準までほぼ回復している工場も増えている。

●生産の反動増の大きさに注目

11 月 10 日時点で調査された製造工業生産予測調査では、11 月の生産の伸びは前月比 3.7%の伸びが見込まれている。11 月の生産指数がこの通りの伸びとなれば、直近のピークである 5 月の水準を上回ることになる。最近の生産指数の実績値は、予測指数の伸びを下回る傾向が続いており、予測指数の伸びを額面通りに受け取ることはできない。しかし、足もとの生産活動が自然災害の影響で下押しされていたとすれば、11 月、12 月にはこの反動でかなり高い伸びとなることは期待できる。生産指数が 5 月のピークを上回れば、夏頃から景気はすでに後退しているという見方は否定されることになる。

逆に、反動増が小幅にとどまるようであれば、生産が実勢としてすでに弱い動きとなっていたということである。この場合、生産が 5 月のピークを上回ることは当面期待できず、景気は 6 月をピークにすでに後退局面入りしている可能性が高くなる。

景気は微妙な局面を迎えているが、今後数ヵ月の生産指数の動きで、景気回復基調が維持されているか、すでに後退局面に入っているかの結論が出ることになろう。

●月次ＧＤＰの動向

＜10 月、11 月＞

10 月の月次ＧＤＰは、民間消費、設備投資などの民間需要が減少したこと等から、前月比▲0.5%と 2 ヵ月連続の減少となった。11 月の月次ＧＤＰは、民間需要は増加するが、輸入の増加により外需がマイナス寄与となることから、前月比 0.1%とほぼ横這いになると予測する。

なお、内閣府は 7-9 月期 2 次 QE（12/8 公表）から実質化手法を固定基準年方式から連鎖方式へ移行したため、当研究所の月次ＧＤＰも今月分より連鎖方式に変更している。

日本・月次ＧＤＰ 予測結果

［月次］ →実績値による推計 →予測　　［四半期］ 実績← →予測

	2004/6	2004/7	2004/8	2004/9	2004/10	2004/11	2004/4-6	2004/7-9	2004/10-12
実質ＧＤＰ	**530,247**	**531,577**	**534,867**	**532,472**	**530,030**	**530,600**	**532,644**	**532,972**	**534,555**
前期比年率							▲0.6%	0.2%	1.2%
前期比	▲0.6%	0.3%	0.6%	▲0.4%	▲0.5%	0.1%	▲0.1%	0.1%	0.3%
前年同期比	2.8%	3.2%	3.1%	1.5%	0.6%	2.1%	3.0%	2.6%	1.7%
内需（寄与度）	**516,174**	**516,008**	**520,209**	**517,775**	**515,578**	**516,798**	**516,980**	**517,906**	**520,071**
前期比	0.2%	▲0.0%	0.8%	▲0.5%	▲0.4%	0.2%	▲0.4%	0.2%	0.4%
前年同期比	1.5%	2.2%	3.0%	0.7%	▲0.2%	2.3%	1.9%	1.8%	1.5%
民需（寄与度）	**400,403**	**400,505**	**403,408**	**401,248**	**399,259**	**400,326**	**400,473**	**401,567**	**403,427**
前期比	0.2%	0.0%	0.5%	▲0.4%	▲0.4%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%
前年同期比	1.8%	2.6%	3.3%	1.0%	0.1%	2.5%	2.1%	2.2%	1.6%
民間消費	**296,117**	**296,050**	**299,099**	**297,561**	**295,893**	**296,361**	**296,913**	**297,570**	**297,691**
前期比	▲0.1%	▲0.0%	1.0%	▲0.5%	▲0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.0%
前年同期比	1.3%	2.6%	2.6%	1.0%	0.4%	1.9%	2.1%	2.1%	1.5%
民間住宅投資	**18,502**	**18,256**	**18,609**	**18,902**	**18,869**	**18,852**	**18,467**	**18,589**	**18,866**
前期比	0.7%	▲1.3%	1.9%	1.6%	▲0.2%	▲0.1%	0.9%	0.7%	1.5%
前年同期比	0.5%	▲0.4%	1.9%	2.4%	3.8%	3.8%	2.3%	1.3%	3.6%
民間設備投資	**85,936**	**87,137**	**86,482**	**85,299**	**84,758**	**85,342**	**85,407**	**86,306**	**87,087**
前期比	1.4%	1.4%	▲0.8%	▲1.4%	▲0.6%	0.7%	4.3%	1.1%	0.9%
前年同期比	7.3%	8.1%	13.5%	2.7%	▲1.5%	8.7%	7.0%	7.4%	4.2%
民間在庫（寄与度）	**-151**	**-939**	**-782**	**-514**	**-261**	**-228**	**-180**	**-745**	**-217**
前期比	0.0%	▲0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.4%	▲0.1%	0.1%
前年同期比	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	0.0%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%
公需（寄与度）	**115,770**	**115,503**	**116,801**	**116,526**	**116,319**	**116,472**	**116,582**	**116,420**	**116,644**
前期比	0.0%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%	▲0.0%	0.0%	▲0.8%	▲0.0%	0.0%
前年同期比	▲0.3%	▲0.4%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.2%
政府消費	**91,896**	**91,802**	**93,067**	**92,393**	**92,456**	**92,181**	**92,073**	**92,421**	**92,499**
前期比	▲0.3%	▲0.1%	1.4%	▲0.7%	0.1%	▲0.3%	0.8%	0.4%	0.1%
前年同期比	2.8%	1.9%	3.2%	2.2%	2.4%	2.4%	2.9%	2.5%	2.4%
公的固定資本形成	**23,898**	**23,714**	**23,747**	**24,146**	**23,833**	**24,262**	**24,396**	**23,869**	**24,116**
前期比	1.3%	▲0.8%	0.1%	1.7%	▲1.3%	1.8%	▲16.8%	▲2.2%	1.0%
前年同期比	▲17.8%	▲16.8%	▲16.1%	▲13.0%	▲12.6%	▲9.6%	▲16.2%	▲15.2%	▲10.6%
外需（寄与度）	**14,063**	**15,625**	**14,714**	**14,753**	**14,452**	**13,802**	**15,580**	**15,030**	**14,483**
前期比	▲0.8%	0.3%	▲0.2%	0.0%	▲0.1%	▲0.1%	0.3%	▲0.1%	▲0.1%
前年同期比	1.3%	1.1%	0.2%	0.9%	0.7%	▲0.3%	1.1%	0.8%	0.3%
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出	**70,360**	**69,606**	**69,461**	**70,660**	**70,076**	**70,543**	**69,482**	**69,909**	**70,307**
前期比	1.3%	▲1.1%	▲0.2%	1.7%	▲0.8%	0.7%	3.4%	0.6%	0.6%
前年同期比	23.9%	14.8%	13.8%	14.9%	9.1%	10.2%	17.8%	14.5%	9.5%
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入	**56,297**	**53,981**	**54,747**	**55,907**	**55,625**	**56,742**	**53,902**	**54,879**	**55,823**
前期比	9.9%	▲4.1%	1.4%	2.1%	▲0.5%	2.0%	1.7%	1.8%	1.7%
前年同期比	15.5%	6.8%	14.1%	9.3%	4.1%	16.0%	9.8%	10.0%	8.8%

<民間消費の内訳>

家計消費（除く帰属家賃）	236,264	236,204	238,207	237,781	235,854	236,861	236,967	237,397	237,397
前期比	▲0.1%	▲0.0%	0.8%	▲0.2%	▲0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	▲0.1%
前年同期比	1.5%	2.7%	2.8%	1.1%	0.3%	1.8%	2.3%	2.2%	1.5%
需要側推計 前期比	▲0.5%	0.8%	0.7%	▲2.3%	1.2%	0.5%	0.5%	▲0.0%	▲0.0%
需要側推計 前年同期比	▲1.7%	2.4%	2.5%	▲0.4%	0.2%	0.2%	1.9%	1.6%	0.8%
供給側推計 前期比	▲1.6%	0.0%	1.7%	0.2%	▲0.5%	1.2%	0.5%	0.2%	0.8%
供給側推計 前年同期比	0.4%	2.4%	1.8%	0.2%	▲0.7%	2.4%	▲0.0%	1.5%	1.4%
帰属家賃	4,447	4,450	4,456	4,462	4,459	4,464	53,243	53,467	53,627
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	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%	1.5%	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)