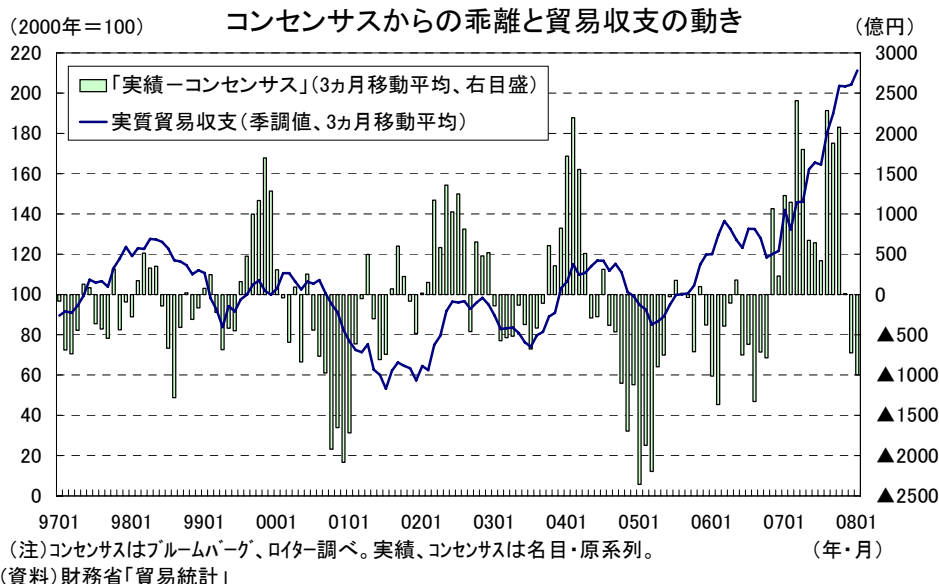


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

コンセンサスを下回る貿易統計が示唆する外需の先行き

1. 輸出は新興国向けの好調を主因として高い伸びを続けており、実質ベースの貿易収支も拡大基調を維持しているが、財務省が毎月公表する貿易収支の結果は4ヵ月連続で事前の市場予想（コンセンサス）を下回っている。
2. 前回の景気後退局面（2000年11月～）、2002年以降の景気回復局面における2度の踊り場の時にも見られたように、輸出、貿易収支の実績値がコンセンサスを下回り続けると、輸出は低迷し、貿易収支は縮小に向かう傾向がある。
3. 当研究所では、米国の景気後退は世界経済の成長鈍化につながり、日本の輸出は減速に向かうと予想しているが、貿易統計の結果がコンセンサスを下回り始めたことは、外需悪化の兆候と見ることもできるだろう。
4. 景気動向を大きく左右する外需の先行きを見る上では、今後発表される貿易統計の結果とともに、実績値がコンセンサスからどちらの方向に乖離するかも注目される。



シニアエコノミスト 齋藤 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 TEL : (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

＜コンセンサスを下回る貿易統計が示唆する外需の先行き＞

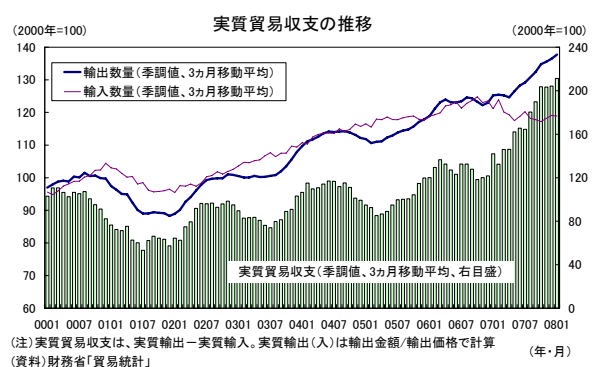
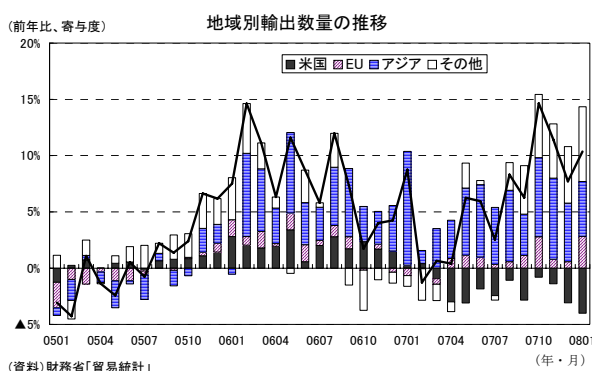
日本経済は、好調な海外経済を背景とした輸出の拡大に支えられて、戦後最長の景気回復を続けてきた。しかし、サブプライムローン問題の深刻化などから米国が景気後退局面入りする可能性が高まる中、円高・ドル安の急進もあり、輸出の先行きには不透明感が高まっている。

輸出の増加を追い風に過去最高を更新し続けてきた企業収益だが、原材料高の影響などから、2007年7-9月期、10-12月期の経常利益は減益（法人企業統計ベース）となっており、企業部門の改善には陰りが見られる。個人消費はこれまでのところ堅調な動きを続けているが、所得の低迷、消費者心理の悪化が続くなど、消費を取り巻く環境は厳しさを増している。家計部門が景気の牽引役となることは期待しにくい状況にある。

国内需要に力強さが見られない中、外需が悪化すれば、日本の景気後退もより現実味を帯びてくることになる。

輸出は、米国向けの落ち込みを、中国をはじめとしたアジア、中東、ロシアなど新興国向けの好調がそれをカバーする形で、全体としては高い伸びを続けてきた。08年1月の輸出数量指数は前年比10.3%と二桁の伸びとなったが、地域別の寄与を見ると、米国向けが▲4.0%のマイナスとなる一方、主要3地域（米国、EU、アジア）以外の「その他地域」向けが+6.6%と全体の伸びの6割以上を占める形となっている。

金額ベースの貿易収支は2007年11月以降、3ヵ月連続で前年よりも悪化しているが、これは原油高によって輸入金額が大きく膨らんだためであり、実質ベースの貿易収支は、輸出の増加を主因として拡大基調を維持している。



●コンセンサスを下回る貿易統計をどう見るか

しかし、このところ気になる兆候が現れ始めている。それは、毎月公表される貿易統計（財務省）における貿易収支（名目・原系列）の実績値が市場の事前予想（以下、コンセンサス）から下振れし始めている点である。毎月の貿易統計が公表される前に集計される各調査機関のコンセ

ンサスと実績値を比較すると、2007年10月以降、4ヵ月連続で貿易収支の実績値がコンセンサスを下回っているのだ。

過去の貿易収支の動きを見ると、コンセンサスからの乖離と密接な関係があることが分かる。

すなわち、月々の貿易収支の結果がコンセンサスから上振れるようになると、貿易収支（実質）が減少から拡大に転じ、逆に実績値がコンセンサスを下回るようになると、貿易収支が縮小に転じる傾向がある。

たとえば、前回の景気後退局面では、ITバブルの崩壊に伴う輸出の急減少を主因として、貿易収支は2000年末頃から急速に悪化した。貿易収支の実績値がコンセンサスを下回る傾向は2000年半ばから続いていた。

また、2002年初からの景気回復期においては、2度の踊り場と呼ばれる局面があった。1回目はイラク情勢の緊迫化とその後の戦争勃発の時期にあたる2002年後半から2003年前半にかけて、2回目は世界的なIT関連分野の在庫調整が起こった2004年後半から2005年央にかけてである。

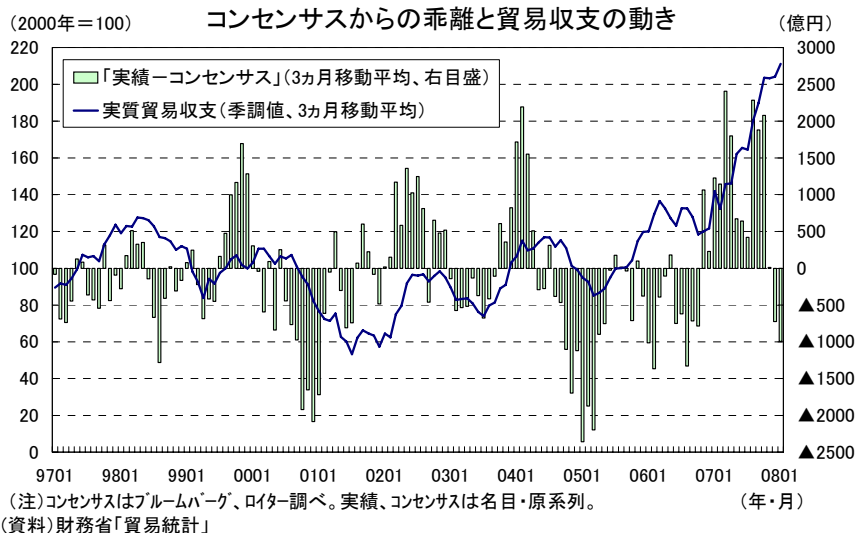
2度の踊り場局面では、ともに輸出の弱含み、外需（貿易収支）の悪化が国内の生産活動の停滞につながったが、この時も貿易収支の実績値がコンセンサスを下回る傾向が見られた。

貿易収支(原系列)のコンセンサスと実績値

(単位:億円)

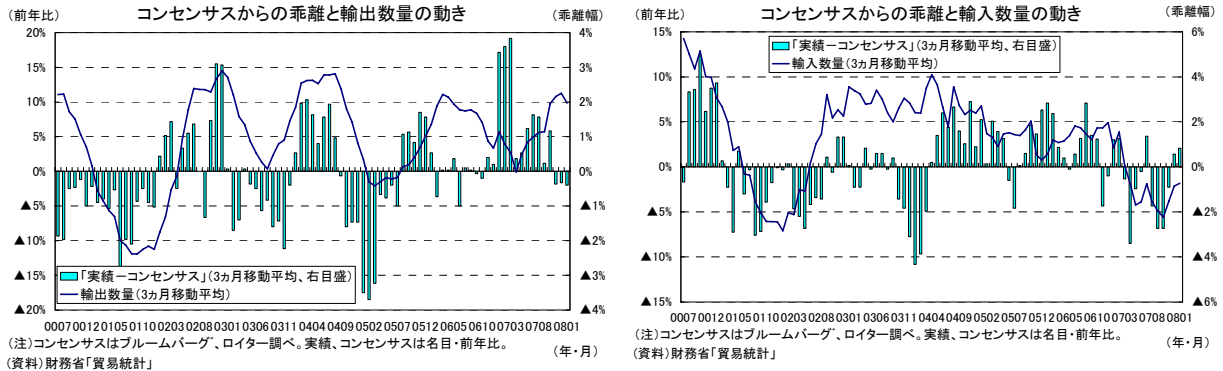
年・月	コンセンサス	実績値(速報)	差
0701	▲1,500	44	1,544
0702	7,000	9,796	2,796
0703	13,458	16,335	2,877
0704	9,537	9,267	▲270
0705	4,485	3,895	▲590
0706	9,485	12,271	2,786
0707	7,649	6,712	▲937
0708	2,428	7,432	5,004
0709	14,810	16,378	1,568
0710	10,522	10,186	▲336
0711	9,175	7,974	▲1,201
0712	9,415	8,779	▲636
0801	350	▲793	▲1,143

(注)実績値は財務省「貿易統計」、コンセンサスはロイター調べ



貿易収支の予想が実績値から乖離する理由としては、輸出と輸入それぞれの要因が考えられる。毎月の貿易統計の予想において、輸出、輸入の予想（名目・前年比）が実績とどのように乖離しているかを見ると、輸入は、コンセンサスからの乖離と実績の方向性に明確な関係は見られないが、輸出については、貿易収支の場合と同様に、コンセンサスからの上振れが続く局面では、輸

出（数量）の伸びが高まる一方、コンセンサスからの下振れが続くと、輸出が減速に向かう傾向があることが確認できる。



景気の転換点においては、経済指標が市場の予想を上回る（下回る）ペースで改善（悪化）する傾向があることは、一般的に知られていることだが、特に貿易統計ではこのような傾向が強く見られるようだ。貿易統計の実績が、コンセンサスからどちらの方向に乖離しているかは、外需の転換点を判断するためのひとつの尺度として利用することも可能だろう。

●コンセンサスからの下振れは続くのか

当研究所では、米国の景気後退は世界経済の成長鈍化につながり、日本の輸出は減速に向かうと予想している。

足もとでは、輸出、貿易収支の実績値がコンセンサスを下回るようになっているが、ITバブル崩壊に伴う前回の景気後退局面や、2004年から2005年にかけてのIT関連分野の在庫調整時と比べると下振れ幅は小さい。このため、現時点で外需の基調が悪化に転じたとまでは言い切れないが、その前兆と見ることは可能だろう。

景気動向を大きく左右する外需の先行きを見る上では、貿易統計の実績値はもとより、コンセンサスからの下振れが続くかどうかにも注目されよう。

●月次GDPの動向

<1月、2月>

1月の月次GDPは、民間消費、外需の増加などから、前月比0.7%と2ヵ月ぶりの増加となった。

2月の月次GDPは、前月比0.3%と2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]		
	2007/9	2007/10	2007/11	2007/12	2008/1	2008/2	2007/7-9	2007/10-12	2008/1-3
実質GDP	560,470	565,856	567,017	563,933	568,040	569,546	560,791	565,602	567,149
前期比年率							1.2%	3.5%	1.1%
前期比	▲0.4%	1.0%	0.2%	▲0.5%	0.7%	0.3%	0.3%	0.9%	0.3%
前年同期比	1.3%	2.9%	1.9%	1.4%	2.1%	2.2%	1.7%	2.0%	1.4%
内需 (寄与度)	531,500	534,285	536,201	534,948	536,054	536,294	532,985	535,145	535,942
前期比	▲0.3%	0.5%	0.3%	▲0.2%	0.2%	0.0%	▲0.2%	0.4%	0.1%
前年同期比	▲0.3%	0.5%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.1%
民間 (寄与度)	415,756	418,462	419,589	418,150	419,212	420,829	417,415	418,734	420,051
前期比	▲0.3%	0.5%	0.2%	▲0.3%	0.2%	0.3%	▲0.1%	0.2%	0.2%
前年同期比	▲0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%
民間消費	311,060	311,880	313,193	311,906	312,660	314,951	311,655	312,326	312,997
前期比	▲0.2%	0.3%	0.4%	▲0.4%	0.2%	0.7%	0.1%	0.2%	0.2%
前年同期比	1.0%	1.3%	1.5%	1.1%	1.1%	1.5%	1.6%	1.3%	0.7%
民間住宅投資	15,237	14,316	14,590	15,280	15,589	15,776	16,239	14,729	15,688
前期比	▲5.6%	▲6.0%	1.9%	4.7%	2.0%	1.2%	▲8.3%	▲9.3%	6.5%
前年同期比	▲17.5%	▲23.4%	▲22.5%	▲19.1%	▲16.6%	▲14.7%	▲11.5%	▲21.7%	▲15.3%
民間設備投資	88,286	90,468	90,085	89,467	89,609	88,927	88,270	90,007	90,230
前期比	▲0.2%	2.5%	▲0.4%	▲0.7%	0.2%	▲0.8%	0.9%	2.0%	0.2%
前年同期比	▲0.3%	2.1%	0.5%	0.0%	2.1%	1.4%	0.5%	0.9%	1.5%
民間在庫 (寄与度)	1,868	2,638	2,562	2,336	2,194	2,016	1,946	2,512	1,976
前期比	▲0.0%	0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	▲0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%
公需 (寄与度)	115,912	115,985	116,774	116,960	117,004	115,627	115,738	116,573	116,054
前期比	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	▲0.0%	0.2%	0.3%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	0.2%	▲0.1%
政府消費	95,378	95,639	96,165	96,332	96,180	95,711	95,194	96,045	95,730
前期比	0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	▲0.2%	▲0.5%	0.1%	0.9%	▲0.3%
前年同期比	0.4%	1.3%	1.9%	1.3%	0.9%	1.1%	0.4%	1.5%	1.1%
公的固定資本形成	20,412	20,155	20,418	20,437	20,647	19,739	20,421	20,337	20,147
前期比	▲0.8%	▲1.3%	1.3%	0.1%	1.0%	▲4.4%	▲1.9%	▲0.4%	▲0.9%
前年同期比	▲1.3%	▲1.9%	▲0.5%	▲1.9%	▲6.2%	▲6.7%	0.0%	▲1.4%	▲6.5%
外需 (寄与度)	28,436	30,826	30,071	28,240	31,241	32,507	27,272	29,713	30,461
前期比	▲0.0%	0.4%	▲0.1%	▲0.3%	0.5%	0.2%	0.5%	0.4%	0.1%
前年同期比	1.5%	2.2%	1.2%	1.0%	1.7%	1.6%	1.1%	1.4%	1.1%
財貨・サービスの輸出	87,011	90,381	91,494	92,176	94,299	94,336	88,571	91,351	92,648
前期比	▲2.9%	3.9%	1.2%	0.7%	2.3%	0.0%	2.9%	3.1%	1.4%
前年同期比	4.6%	14.7%	10.4%	8.6%	12.2%	10.9%	8.6%	11.2%	8.9%
財貨・サービスの輸入	58,575	59,555	61,423	63,936	63,058	61,829	61,299	61,638	62,186
前期比	▲3.9%	1.7%	3.1%	4.1%	▲1.4%	▲1.9%	▲0.1%	0.6%	0.9%
前年同期比	▲7.6%	▲0.3%	3.6%	2.7%	0.7%	0.8%	1.5%	1.9%	2.0%

<民間消費の内訳>

	2007/9	2007/10	2007/11	2007/12	2008/1	2008/2	2007/7-9	2007/10-12	2008/1-3
家計消費 (除く帰属家賃)	254,441	255,075	256,191	255,421	256,212	258,321	255,114	255,562	255,905
前期比	▲1.2%	0.2%	0.4%	▲0.3%	0.3%	0.8%	0.1%	0.2%	0.1%
前年同期比	1.0%	1.2%	1.4%	0.9%	0.9%	1.3%	1.6%	1.2%	0.5%
需要側推計	0.1%	▲1.1%	0.7%	▲0.3%	0.8%	1.8%	▲0.5%	▲0.2%	0.8%
前年同期比	1.0%	▲1.1%	0.4%	0.7%	0.3%	2.7%	0.6%	0.1%	▲0.0%
供給側推計	▲2.0%	2.3%	▲0.2%	▲0.4%	0.8%	▲0.4%	▲0.3%	1.2%	▲0.3%
前年同期比	0.4%	1.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.4%	1.6%	1.1%	0.5%
帰属家賃	4,123	4,131	4,135	4,138	4,145	4,148	49,446	49,610	49,804
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
前年同期比	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.8%	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)