

# Weekly エコノミスト・ レター

## 景気底入れの兆しをどう見るか

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

1. 昨年秋以降、景気は急速な悪化を続けてきたが、ここに至り景気底入れを示唆する経済指標も散見されるようになってきている。
2. 景気下げ止まりを示唆するものとしては、「景気ウォッチャー調査」、「消費動向調査」、「日銀短観」、「鉱工業生産」、「貿易統計」などが挙げられる。
3. いずれの指標も、昨年秋以降の急速な落ち込みに歯止めがかかりつつあることを示すものとはなっているが、景気が底入れしたと判断するには材料不足である。
4. たとえば、大企業・製造業の業況判断DI（日銀短観）の先行きは約3年ぶりに改善に転じたが、現時点の企業の収益計画は楽観的すぎる可能性が高いため、収益計画の下方修正とともに、今後景況感も下振れする恐れがある。また、在庫調整の進展、企業の生産計画を表す予測指数の上昇は、生産の先行きを見る上で明るい材料だが、在庫の減少が即座に生産の増加につながるわけではないこと、生産計画の下方修正の動きが止まっていないことから、生産が上向くまでには時間を要する可能性がある。
5. 景気はリーマン・ショックに端を発する昨年秋以降の最悪期を脱し、底固めの段階に入ったと言えよう。
6. なお、現時点では1-3月期の実質GDPは前期比▲4.1%（年率▲15.3%）と過去最悪のマイナス成長になると予測している（最終的な予測値は5/1に公表予定）。

### 下げ止まりの動きが見られる主な経済指標

統計	内容
景気ウォッチャー調査	現状判断DI、先行き判断DIが3ヵ月連続で改善
消費動向調査	消費者態度指数が3ヵ月連続で改善
日銀短観	大企業・製造業の業況判断DIは過去最悪となったが、先行き判断が約3年ぶりに改善
鉱工業生産	在庫指数が低下 3月、4月の予測指数が前月比プラスに
貿易統計	輸出数量指数の低下幅が縮小

昨年秋以降、景気は急速な悪化を続けてきたが、ここにきて景気底入れを示唆する経済指標も散見されるようになっており、一部にはすでに景気後退局面が終了したとの見方も浮上している。ここでは、下げ止まりの動きが見られるいくつかの指標を取り上げて、景気底入れの可能性について考えたい。

## ●改善する景気ウォッチャー調査の現状判断DI

景気の下げ止まりを示唆する指標としては、まず、マインド関連指標の改善が挙げられる。

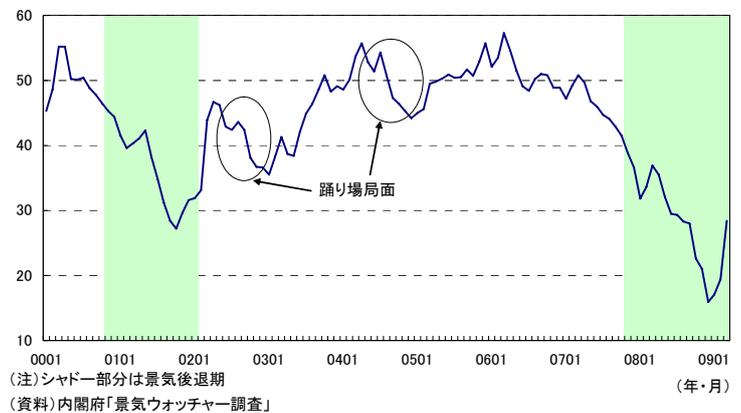
「消費動向調査」の消費者態度指数、「景気ウォッチャー調査」の現状判断DIはいずれも、昨年秋以降急速に悪化し12月には過去最低の水準にまで落ち込んだが、年明け以降は3ヵ月連続で改善している。

特に、「景気ウォッチャー調査」の現状判断DIは3ヵ月で10ポイント以上の上昇となっており、依然として水準は低いものの方向としては改善傾向が明確となりつつある<sup>1</sup>。この調査は、景気判断の理由等について具体的なコメントが豊富に掲載されていることも特徴だが、3月調査では、景気がよくなっていると判断する理由として「自動車を中心とした在庫調整の進展」、「一部企業での受注の回復」、「定額給付金の給付」、「高速道路料金の引下げ」などが挙げられている。

景気ウォッチャー調査は、景気に先行する傾向があることから、市場の注目度は高い。前回の景気後退局面は2002年1月に終了したが、景気ウォッチャー調査の現状判断DIはそれより早い2001年10月に底をつけている。

ただし、タクシー運転手、コンビニエンスストア店長、スナック経営者など、景気実態を肌で感じている人々が調査対象となっていることもあり、景気動向に敏感に反応する一方で、景気が転換するほど大きく変化していない場合でもDIの基調が変化する場合がある。2002年以降の景気回復期には2度の踊り場局面があったが、この時も現状判断DIは明確な低下基調を示していた。今回のDIの改善も景気後退の一時休止を示すものにすぎない可能性があるため、現時点では景気底入れを確認できたとまでは言い切れないだろう。

景気ウォッチャー調査・現状判断DIの推移



## ●楽観的すぎる企業の収益計画

企業の景況感足もとでは過去最悪となっているが、先行きについては改善の動きも見られる。

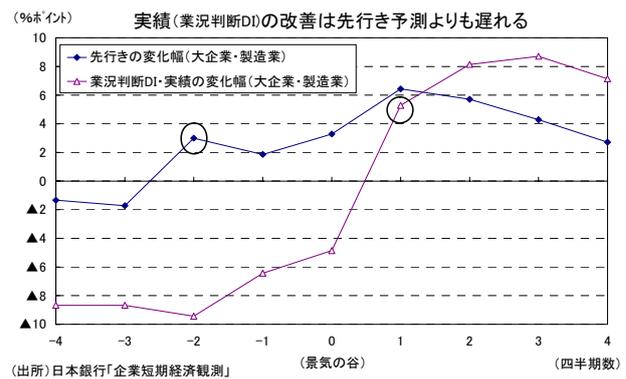
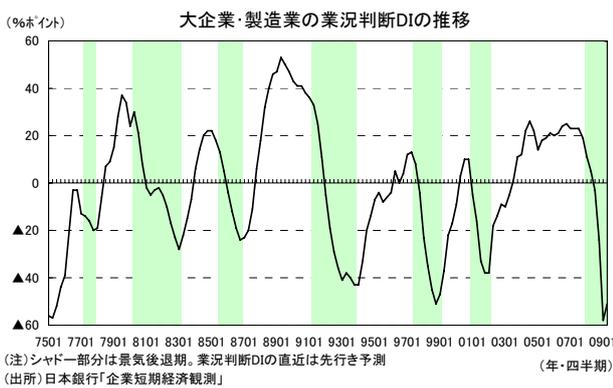
日銀短観3月調査では、大企業・製造業の業況判断DIが前回12月調査から▲34ポイント悪化し▲58となった。前回調査からの悪化幅、DIの水準ともに過去最悪となり、足もとの景気悪化がス

<sup>1</sup> 景気ウォッチャー調査は原系列のみの公表となっており、3月は上昇しやすいクセがある（2000年以降の10年間、3月のDIは全て前月に比べ上昇している）が、当研究所で季節調整をかけたDIで見ても2009年3月は前月から7ポイントの上昇となった（公表値は9ポイント上昇）。

ピード、深さともに過去最悪となっていることが示されたが、その一方で、業況判断 DI の先行き（3ヵ月先）は▲51と7ポイントの改善が見込まれている。前回調査までは足もとの景況感が悪化するともに、先行きもさらなる悪化が見込まれていたことからすれば、先行きの判断が約3年ぶりに改善したことは、景気底入れに向けて一歩前進と見ることもできる。

大企業・製造業の業況判断 DI は景気との連動性が非常に高く、DI のボトムと景気の谷はほぼ一致している。次回の6月調査で、今回の予測どおりに業況判断 DI が改善すれば、景気は2008年度末頃に底打ちしていたということになる可能性もある。

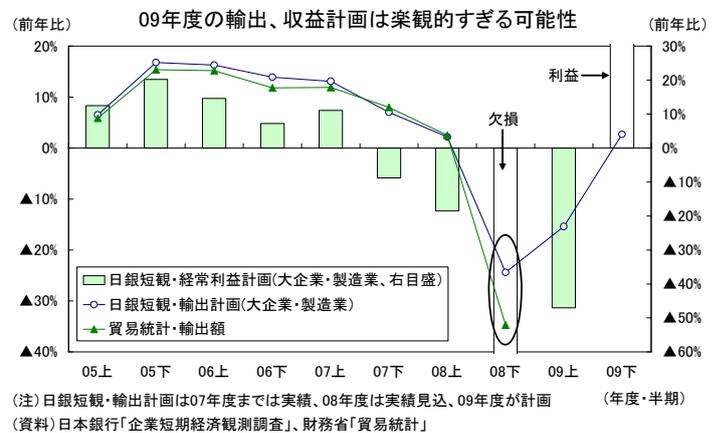
ただし、短観のクセとして、足もとの業況判断 DI が大きく下がった場合には、先行きの予測は改善する傾向があることには注意が必要だ。実際には、先行きの予測が改善に転じてもしばらくは実績が予測を下回り、DI の実績値は悪化が続くことが多い。過去の平均的なパターンを見ると、景気の谷の2四半期前に業況判断 DI の先行き判断は改善し始めるが、業況判断 DI の実績値が改善に転じるのはそれから3四半期後となっている。前回の景気後退局面では、2001年6月調査から業況判断 DI の先行きは改善し始めたが、DI の実績値が改善に転じたのは、それから1年後の2002年6月調査だった。



大企業・製造業の先行き判断が改善している背景には、急速に落ち込んでいる企業収益が徐々に回復に向かうと見込んでいることがある。しかし、現時点の企業の収益計画は楽観的すぎる可能性が高い。

大企業・製造業の2009年度の経常利益計画は前年度比▲19.7%の減益だが、2008年度見込みの同▲62.7%からは減益幅が大きく縮小する計画となっている。輸出が2008年度下期の前年比▲24.4%（実績見込）から2009年度上期が同▲15.4%、下期が同2.7%と持ち直すことが収益悪化に歯止めをかける要因となっている。

しかし、2008年度下期の輸出の実績値（財務省「貿易統計」）は前年比▲34.7%となっており、企業の見込みを10%以上下回っている。



甘めに見積もられている足もとの見込みをもとに策定された 2009 年度上期以降の輸出計画は楽観的になっていると考えざるをえないだろう。今後、輸出が計画を下回ることによって、企業は収益計画の下方修正を余儀なくされ、それに伴い景況感も下振れする恐れがあるだろう。

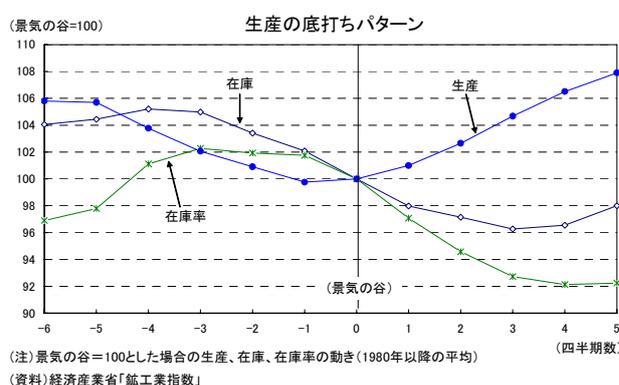
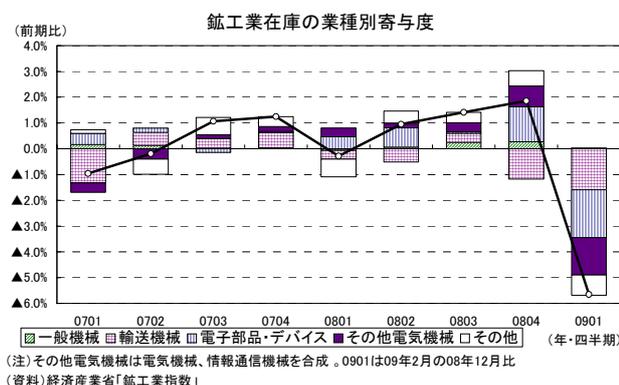
## ●在庫調整の進展、予測指数の上昇をどう見るか

昨年秋以降、輸出の急減少を受けて歴史的な落ち込みを続けてきた鋳工業生産だが、ここに来て減産に歯止めがかかる兆候も見られるようになっている。

明るい材料のひとつは、昨年末まで積み上がりが続いていた在庫が年明け以降、減少に転じていることである。在庫指数は1月が前月比▲1.5%、2月が同▲4.2%と減少した。それまでは生産、出荷がほぼ同じペースで減少していたが、2月には出荷の落ち込み幅が前月比▲6.1%と生産の落ち込み幅（前月比▲9.4%）を下回り、このことが在庫調整の進展につながった。最終需要は引き続き減少しているものの、そのペースが企業の想定範囲内におさまってきたことを意味している。

業種別には、これまで大幅な積み上がりが続いてきた電子部品・デバイス、情報通信機械が年明け以降の2ヵ月で2割を超える減産となったほか、輸送機械の在庫水準は前年に比べ3割以上低下している。

しかし、在庫の減少は即座に生産の増加につながるわけではない。過去の生産の底打ちパターンを見ると、在庫が減少に転じてから生産が増加に転じるまでには、2~3 四半期を要している。現時点では在庫の減少を上回るペースで出荷が落ち込んでいるため、在庫率指数は急上昇を続けている。在庫の減少が続くとともに、出荷の落ち込みが止まることで在庫率の上昇に歯止めがかかることが、生産が増加に転じるための条件だろう。



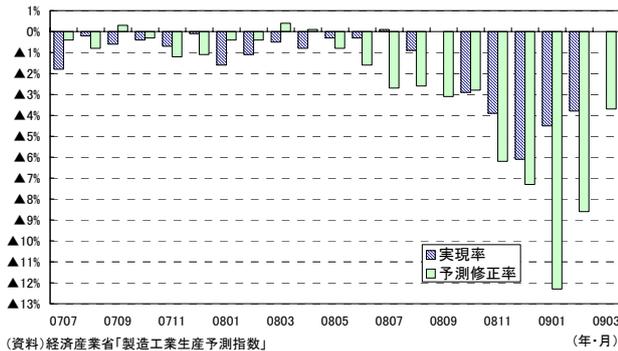
企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数（以下、予測指数）が前月比でプラスに転じたことも明るい材料と言える。2月までの生産指数を3月、4月の予測指数（それぞれ前月比3.2%、3.1%）で先延ばしすると、2009年1-3月期の鋳工業生産は前期比▲21.7%と過去最大の落ち込みとなるものの、4月の生産指数の水準は1-3月期よりも1.8%高くなる。

しかし、生産計画の下方修正（実現率、予測修正率のマイナス）は依然として止まっていないため、生産の実績値は予測指数の伸びを下回る可能性が高い。実現率、予測修正率のマイナス幅はこ

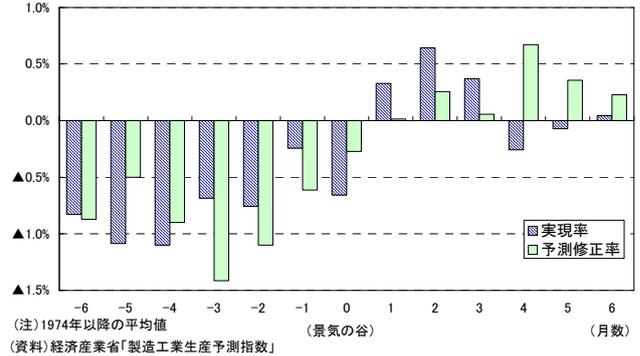
ここにきて縮小しているが、直近でもそれぞれ▲3.8%、▲3.7%となっている。直近の実現率、予測修正率を用いて3月、4月の予測指数を修正した上で、2月の生産指数を先延ばしすると、4月の生産指数は1-3月期よりも▲4.5%も低い水準となる。

生産の急速な落ち込みに歯止めがかかりつつあることは確かだが、4-6月期に増加に転じるかどうかは現時点では不透明である。増産計画が続くとともに、実現率、予測修正率のマイナス幅が一段と縮小するか（あるいはプラス転化）が注目される。

最近の実現率、予測修正率の推移



景気の谷前後の実現率、予測修正率の推移

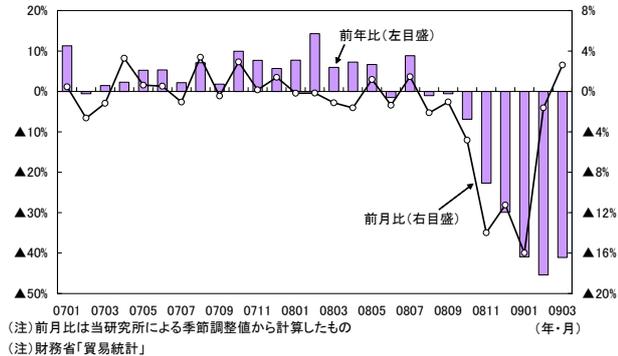


## ●下げ止まりの兆しが見られる輸出

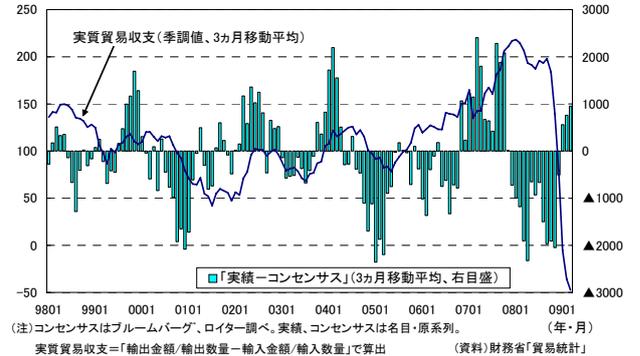
大幅な減少が続いてきた輸出にも下げ止まりの動きが見られる。

輸出数量指数は、海外経済の悪化を背景に昨年秋以降、減少ペースの加速が続いてきたが、3月には前年比▲41.0%となり、2月の同▲45.4%からマイナス幅が若干縮小した。輸出数量指数を季節調整値（当研究所による）で見ると、2008年11月から2009年1月までは前月比で10%を超える急速な落ち込みが続いてきたが、2月に同▲1.6%と減少ペースが緩やかとなった後、3月には同2.6%と8ヵ月ぶりに上昇に転じた。

輸出数量指数の推移



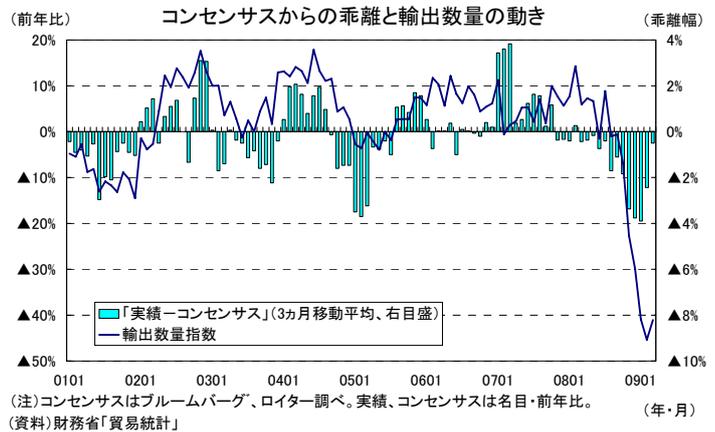
コンセンサスからの乖離と貿易収支の動き



毎月公表される貿易統計の実績値（貿易収支、原系列）が事前の市場予想（以下、コンセンサス）から上振れし始めている点も注目される。貿易統計が公表される前に集計される民間調査機関のコンセンサスと実績値を比較すると、09年1月以降3ヵ月連続で貿易収支の実績値がコンセンサスを上回っている。

貿易収支の実績値とコンセンサスを比較すると、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）が縮小から拡大に転じ、逆に実績値がコンセンサスを下回るようになると、貿易収支が縮小に向かう傾向がある。今回の景気後退局面では、2007年末頃から貿易収支の実績値を下回る傾向が顕著となり、実際の貿易収支は2008年前半から縮小し始めた。

足もとの貿易収支（名目・季節調整値）は赤字が続いているが、2009年に入ってからではエコノミストが予想するほど貿易収支が悪化しなくなっている点は、外需の先行き改善を示唆するひとつの材料と言えるだろう。ただし、最近の貿易収支がコンセンサスから上振れしている要因は、主として輸入の下振れによるもので、輸出がコンセンサスから下振れする動きは止まっていない。輸出の伸びが高まる局面では、輸出の実績値がコンセンサスを上回る傾向がある。景気底入れの鍵を握る輸出の先行きを見る上では、輸出の実績値がコンセンサスを上回るようになるかどうかにも注目点だろう。



このように、足もとの経済指標の動きは、昨年秋以降の急速な落ち込みに歯止めがかかりつつあることを示すものとはなっているが、現時点では景気底入れの判断をするには材料不足である。景気はリーマン・ショック以降に端を発する昨年秋以降の最悪期を脱し、底固めの段階に入ったと言えよう。

なお、現時点では1-3月期の実質GDPは前期比▲4.1%（前期比年率▲15.3%）と過去最悪のマイナス成長になると予測している（最終的な予測値は5/1に公表予定）。1-3月期の成長率が予測通りとなれば、2008年度から2009年度へのゲタ（発射台）は▲4.6%となる。

## 月次GDPの動向

<2009年2月、3月>

2月の月次GDPは、外需は6ヵ月ぶりに改善したが、民間需要が大きく落ち込んだことから、前月比▲0.1%と4ヵ月連続の減少となった。

3月の月次GDPは、民間消費、輸出の持ち直しなどから、前月比0.9%と5ヵ月ぶりの増加を予測する。

# 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2008/10	2008/11	2008/12	2009/1	2009/2	2009/3	2008/7-9	2008/10-12	2009/1-3
<b>実質GDP</b>	561,207	539,347	524,983	518,658	517,931	522,782	559,626	541,845	519,791
前期比	0.3%	▲3.9%	▲2.7%	▲1.2%	▲0.1%	0.9%	▲1.4%	▲12.1%	▲15.3%
前期比	0.3%	▲3.9%	▲2.7%	▲1.2%	▲0.1%	0.9%	▲0.4%	▲3.2%	▲4.1%
前年同期比	▲1.9%	▲4.9%	▲6.0%	▲8.1%	▲9.9%	▲8.8%	▲0.2%	▲4.3%	▲8.9%
<b>内需（寄与度）</b>	534,727	526,621	521,296	517,834	514,349	515,643	528,276	527,548	515,942
前期比	1.0%	▲1.4%	▲1.0%	▲0.7%	▲0.7%	0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲2.1%
前期比	1.0%	▲1.4%	▲1.0%	▲0.7%	▲0.7%	0.2%	▲0.9%	▲1.4%	▲4.0%
前年同期比	0.2%	▲2.0%	▲2.4%	▲3.0%	▲5.1%	▲3.8%	▲0.9%	▲1.4%	▲4.0%
<b>民間（寄与度）</b>	417,584	408,963	402,806	400,037	396,321	397,469	411,864	409,784	397,942
前期比	0.9%	▲1.5%	▲0.9%	▲0.5%	▲0.7%	0.2%	▲0.2%	▲0.4%	▲2.2%
前期比	0.9%	▲1.5%	▲0.9%	▲0.5%	▲0.7%	0.2%	▲0.8%	▲1.3%	▲4.1%
前年同期比	0.3%	▲1.7%	▲2.4%	▲3.3%	▲5.1%	▲3.9%	▲0.8%	▲1.3%	▲4.1%
<b>民間消費</b>	312,707	306,960	304,661	303,761	302,377	304,011	309,467	308,109	303,383
前期比	0.9%	▲1.8%	▲0.7%	▲0.3%	▲0.5%	0.5%	0.3%	▲0.4%	▲1.5%
前期比	0.9%	▲1.8%	▲0.7%	▲0.3%	▲0.5%	0.5%	0.6%	▲0.3%	▲3.3%
前年同期比	1.7%	▲1.0%	▲1.6%	▲2.3%	▲4.7%	▲3.1%	0.6%	▲0.3%	▲3.3%
<b>民間住宅投資</b>	16,705	16,515	16,170	15,546	15,050	14,613	15,573	16,463	15,070
前期比	4.4%	▲1.1%	▲2.1%	▲3.9%	▲3.2%	▲2.9%	4.0%	5.7%	▲8.5%
前期比	4.4%	▲1.1%	▲2.1%	▲3.9%	▲3.2%	▲2.9%	▲4.7%	12.7%	▲1.2%
前年同期比	17.3%	13.9%	7.0%	1.5%	▲2.3%	▲3.1%	▲4.7%	12.7%	▲1.2%
<b>民間設備投資</b>	84,402	81,023	77,508	77,035	76,018	76,380	85,564	80,978	76,478
前期比	▲1.3%	▲4.0%	▲4.3%	▲0.6%	▲1.3%	0.5%	▲3.4%	▲5.4%	▲5.6%
前期比	▲1.3%	▲4.0%	▲4.3%	▲0.6%	▲1.3%	0.5%	▲4.0%	▲11.8%	▲15.5%
前年同期比	▲8.9%	▲12.4%	▲13.9%	▲15.3%	▲17.1%	▲14.4%	▲4.0%	▲11.8%	▲15.5%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	4,175	4,871	4,871	4,100	3,280	2,870	2,013	4,639	3,417
前期比	0.4%	0.1%	0.0%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	0.0%	0.5%	▲0.2%
前期比	0.4%	0.1%	0.0%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.3%	0.2%	0.1%
前年同期比	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	▲0.3%	0.2%	0.1%
<b>公需（寄与度）</b>	117,248	117,761	118,594	117,901	118,132	118,278	116,546	117,868	118,104
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	▲0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	▲0.1%	0.0%	0.0%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%
前年同期比	▲0.1%	▲0.3%	▲0.0%	0.3%	▲0.0%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%
<b>政府消費</b>	98,186	98,575	99,227	99,058	98,876	98,911	97,332	98,663	98,948
前期比	0.9%	0.4%	0.7%	▲0.2%	▲0.2%	0.0%	▲0.1%	1.4%	0.3%
前期比	0.9%	0.4%	0.7%	▲0.2%	▲0.2%	0.0%	0.5%	0.2%	0.6%
前年同期比	0.1%	▲0.4%	0.8%	1.8%	▲0.4%	0.3%	0.5%	0.2%	0.6%
<b>公的固定資本形成</b>	19,010	19,134	19,315	18,769	19,183	19,293	19,135	19,153	19,081
前期比	▲0.4%	0.7%	0.9%	▲2.8%	2.2%	0.6%	1.1%	0.1%	▲0.4%
前期比	▲0.4%	0.7%	0.9%	▲2.8%	2.2%	0.6%	▲6.0%	▲3.9%	0.1%
前年同期比	▲3.3%	▲5.3%	▲3.2%	▲1.1%	0.2%	1.0%	▲6.0%	▲3.9%	0.1%
<b>外需（寄与度）</b>	28,205	14,452	5,412	2,550	5,307	8,865	30,570	16,023	5,574
前期比	▲0.3%	▲2.5%	▲1.7%	▲0.5%	0.5%	0.7%	▲0.1%	▲3.0%	▲1.9%
前期比	▲0.3%	▲2.5%	▲1.7%	▲0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	▲2.4%	▲4.5%
前年同期比	▲1.6%	▲2.4%	▲3.2%	▲4.6%	▲4.3%	▲4.5%	0.7%	▲2.4%	▲4.5%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	92,766	78,228	66,941	58,980	55,068	57,666	92,039	79,312	57,238
前期比	1.4%	▲15.7%	▲14.4%	▲11.9%	▲6.6%	4.7%	0.6%	▲13.8%	▲27.8%
前期比	1.4%	▲15.7%	▲14.4%	▲11.9%	▲6.6%	4.7%	4.4%	▲12.8%	▲38.8%
前年同期比	3.2%	▲16.1%	▲25.7%	▲36.9%	▲41.9%	▲37.6%	4.4%	▲12.8%	▲38.8%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	64,561	63,777	61,529	56,429	49,760	48,801	61,469	63,289	51,663
前期比	4.7%	▲1.2%	▲3.5%	▲8.3%	▲11.8%	▲1.9%	1.7%	3.0%	▲18.4%
前期比	4.7%	▲1.2%	▲3.5%	▲8.3%	▲11.8%	▲1.9%	0.3%	3.1%	▲17.2%
前年同期比	19.0%	▲1.9%	▲8.1%	▲10.7%	▲24.6%	▲16.8%	0.3%	3.1%	▲17.2%

## <民間消費の内訳>

<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	255,646	250,987	247,029	246,340	245,564	246,892	252,762	251,221	246,265
前期比	0.8%	▲1.8%	▲1.6%	▲0.3%	▲0.3%	0.5%	0.3%	▲0.6%	▲2.0%
前期比	0.8%	▲1.8%	▲1.6%	▲0.3%	▲0.3%	0.5%	0.4%	▲0.7%	▲4.4%
前年同期比	1.3%	▲1.4%	▲2.0%	▲3.3%	▲5.7%	▲4.1%	0.0%	0.3%	▲1.0%
<b>需要側推計</b>	▲0.5%	0.2%	▲1.1%	▲0.1%	▲0.6%	0.7%	0.0%	0.3%	▲1.0%
前期比	0.9%	2.2%	▲0.4%	1.1%	▲1.4%	1.4%	▲0.8%	0.8%	0.4%
前期比	0.9%	2.2%	▲0.4%	1.1%	▲1.4%	1.4%	0.6%	▲2.5%	▲4.3%
前年同期比	3.0%	▲1.3%	▲1.5%	▲3.8%	▲7.4%	▲5.6%	3.4%	0.0%	▲5.6%
<b>供給側推計</b>	0.2%	▲1.7%	▲3.2%	▲0.9%	▲1.0%	▲0.1%	0.6%	▲2.5%	▲4.3%
前期比	0.2%	▲1.7%	▲3.2%	▲0.9%	▲1.0%	▲0.1%	3.4%	0.0%	▲5.6%
前期比	0.2%	▲1.7%	▲3.2%	▲0.9%	▲1.0%	▲0.1%	3.4%	0.0%	▲5.6%
前年同期比	3.0%	▲1.3%	▲1.5%	▲3.8%	▲7.4%	▲5.6%	3.4%	0.0%	▲5.6%
<b>帰属家賃</b>	4,197	4,200	4,204	4,209	4,212	4,215	50,216	50,395	50,570
前期比	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前期比	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.6%	1.6%	1.5%
前年同期比	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	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もありません。