

Economic Trends

発表日: 2025 年 4 月 28 日 (月)

テーマ: 景気後退瀬戸際の日本経済

～2022 年 7－9 月期あたりをピークに一旦景気が後退している可能性～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (Tel: 050-5474-7492)

(要旨)

- 円高反転に加えて、トランプ政権の追加関税などを発端とした景気の変調観測が大きく影響している可能性がある。経済成長率と鉱工業生産の関係に基づいても、今年 1－3 月期の経済成長率がマイナス成長に転じる可能性も出てきた。
- 政府が景気の転換点を決定する際に用いるヒストリカル D I (HDI) を推定すると、一致指数を構成する 10 系列の中で、2024 年半ばごろまでにピークと認定される可能性がある指標が 9 系列になる。景気の山をつけるには、一致指数を構成する 10 系列のうち過半数の 6 系列がピークをつけることが条件となる。この基準に基づけば、今後の系列の動向次第では、日本経済は 2022 年 7－9 月期頃が景気の山となり、22 年の秋以降は景気後退局面入りしている可能性がある。
- しかし、一致 CI や日銀短観等の動向を勘案すれば、機械的に判定した HDI が 50% を下回っても、景気の波及度や量的な変化といった観点からとらえると、2014 年 4 月～2016 年 2 月まで HDI が 50% を割ったのに景気後退と認定されなかったこともあり、今回も景気後退局面入りと最終的に判断される可能性は低いと見られる。ちなみに、今後の景気が更に悪化し、2022 年 7－9 月期あたりが景気の山となれば、2020 年 5 月に景気の谷だったため、コロナショック後の景気拡大局面は 27 か月程度となり、第 8 循環と第 13 循環で記録した戦後最短の景気回復 22 か月は辛うじて上回ることになる。
- トランプ政権の関税強化に関しては、日本の生産活動の足を引っ張ることを通じて正真正銘の景気後退に陥る可能性がある。前回 1 期目を振り返ると、トランプ政権 2 年目の 2018 年 3 月から米中の追加関税掛け合いが始まり、消費増税 (2019 年 10 月) 前の 2018 年 11 月から景気後退局面に入っていた。従って、これまでの日銀の利上げに伴う影響も併せて、今後の海外経済の動向次第で日本経済の景気後退局面入りの可能性が高まれば、日銀も追加利上げどころではなくなろう。マーケットの行方を見るうえでも、今後の日本の景気動向からは目が離せない。

●今年度の利益計画は減益

足元の経済動向について、筆者は非常に危機感を抱いている。背景には、景気の先行きを移す鏡とされる株価の下落速度が非常に大きかったことがある。また、経済成長率が鉱工業生産の変化率と関係が深いことから見れば、日本経済は 2025 年 1－3 月にマイナス成長に転じる可能性も出てきた。実際、2025 年 3 月分における経産省試算値を基に、2025 年 1－3 月期の鉱工業生産前期比を機械的に計算すると▲0.8%と、マイナスに転じると試算される (図表 1)。

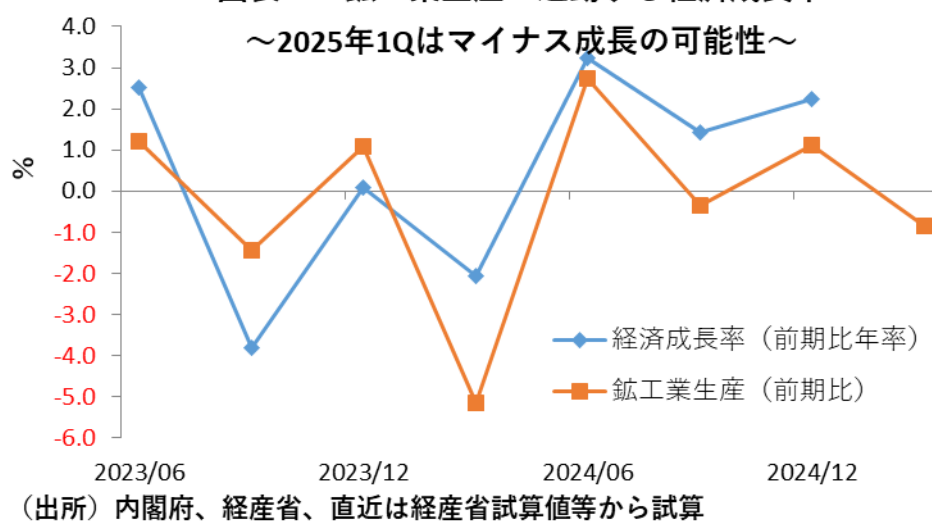
この結果に基づけば、2024 年 4－6 月期から 3 四半期連続でプラス成長となっていた経済成長率が



25 年 1 - 3 月期はマイナスに転じる可能性もあり、非常に厳しい状況といえる。

図表 1 鉱工業生産に連動する経済成長率

～2025年1Qはマイナス成長の可能性～

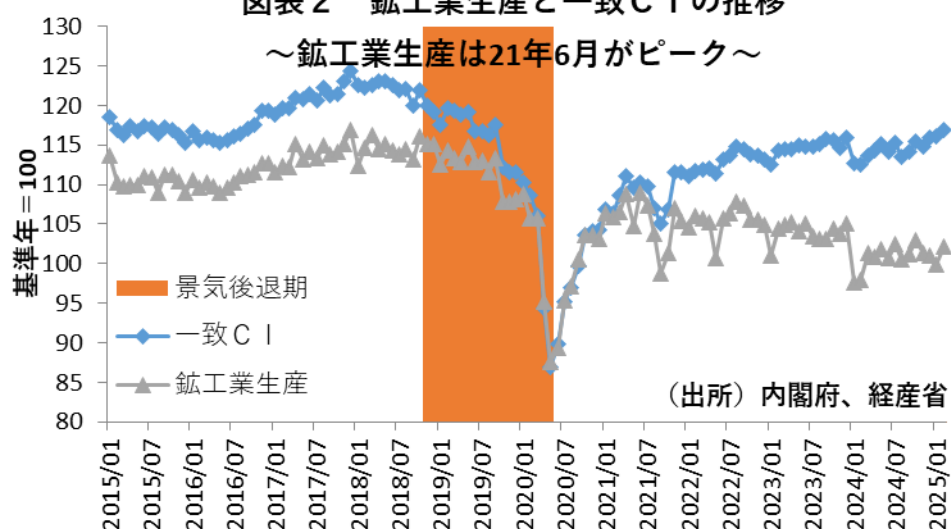


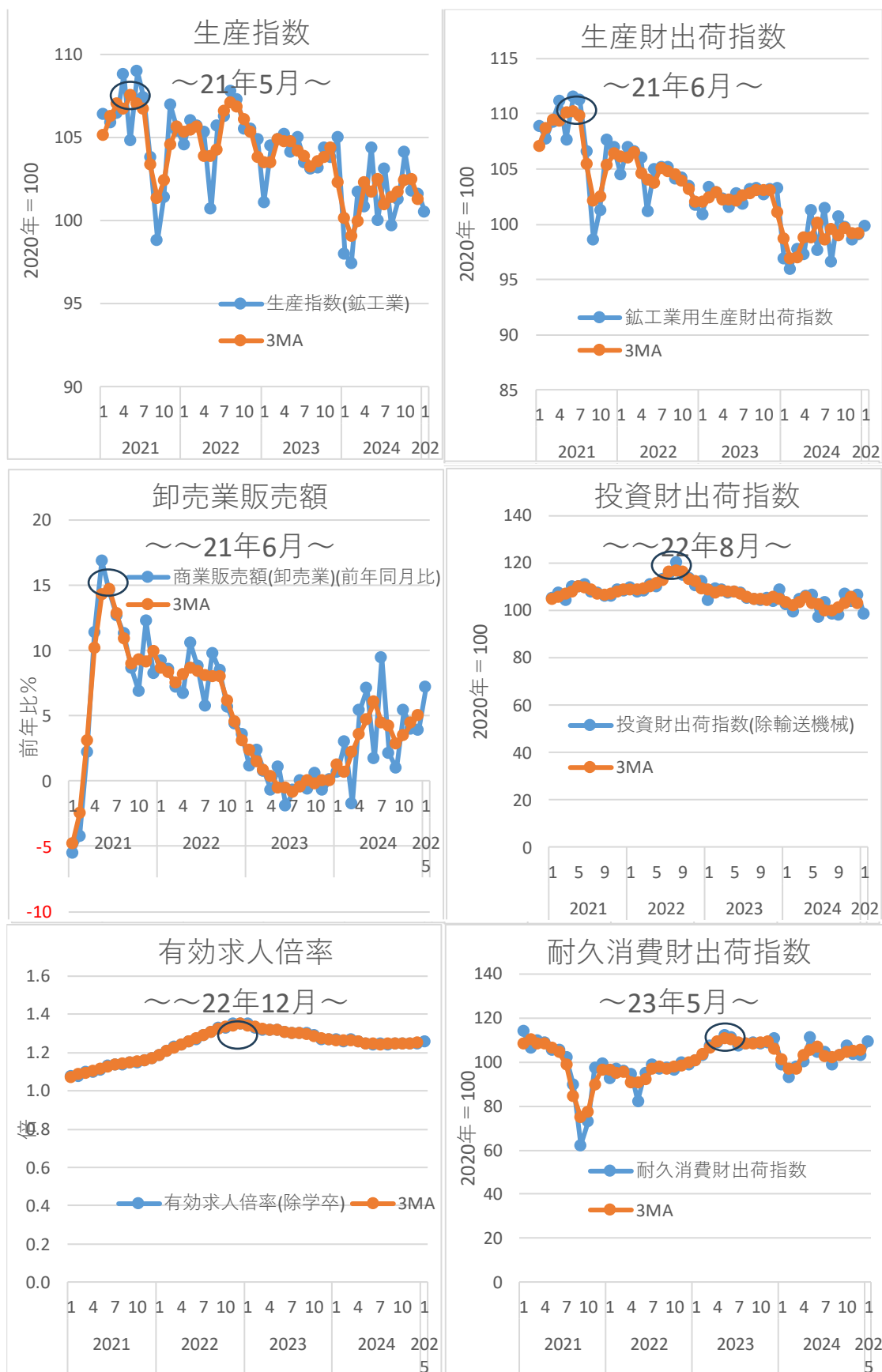
●一致C Iは上昇トレンドも鉱工業生産は下方トレンド

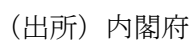
一般的に、景気がピークアウトしたことを簡便的に判断するには、経済成長率が2期連続でマイナスになったか、もしくは景気動向指数の一致C Iや鉱工業生産がピークアウトしたか、等により判断される。そこで、景気の現状を示す代表的な指標とされる一致C Iと鉱工業生産指数を見ると、一致C Iは上昇トレンドが継続しているが、鉱工業生産指数は2021年6月をピークに低下基調にあることからすると、今後もこの環境が続けば、景気後退時期に関する議論が盛り上がることになるだろう(図表2)。ただ、そもそもこうした判断はあくまで目安にすぎず、経済成長率や鉱工業生産、一致C I等の動向を見ているだけでは、景気の正確な転換点は決められない。

図表 2 鉱工業生産と一致C Iの推移

～鉱工業生産は21年6月がピーク～

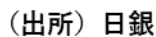






ただ、政府の公式な景気動向指数研究会で景気の山谷を設定するに当たっては、HD I の試算に加えて、①転換点を通過後、経済活動の拡大（収縮）が殆どの経済部門に波及・浸透しているか（波及度）、②経済活動の拡大（収縮）の程度（量的な変化）、③景気拡張（後退）の期間について検討する。併せて、念のため、参考指標の動向が整合的であるかどうかについても確認する。

そこで、これらについても具体的に見てみると、波及度については依然として営業利益が拡大を続けている。また量的な変化については、一致C Iが2020年5月の直近ボトムから最近まで上昇トレンドを維持している。一方、参考指標の動向として日銀短観の業況判断D Iを見ると、全規模全産業ベースで現状判断D Iは2024年12月調査まで上昇トレンドを続けているが、先行きでは低下が見込まれている（図表4）。



したがって、これらの指標の動向を勘案すれば、機械的に判定したHDIが50%を下回っても、景気の波及度や量的な変化といった観点からは、2014年4月～2016年2月までHDIが50%を割ったのに景気後退と認定されなかったこともあり、今回も景気後退局面入りと最終的に判断される可能性は低いと判断できよう。ちなみに、今後の景気が更に悪化し、2022年7～9月期あたりが景気の山となれば、2020年5月に景気の谷だったため、コロナショック後の景気拡大局面は27か月程度となり、第8循環と第13循環で記録した戦後最短の景気回復22か月は辛うじて上回ることになる（図表5）。

なお、景気の転換点を判断する景気動向指数の一致指数の過半は、製造業関連の指標で占められていることには注意が必要だろう。特に、トランプ政権の関税強化に関しては、日本の生産活動の足を引っ張ることを通じて正真正銘の景気後退に陥る可能性がある。というのも、前回1期目を振り返ると、トランプ政権2年目の2018年3月から米中の追加関税掛け合いが始まり、消費増税前（2019年10月）の2018年11月から景気後退局面に入っていた。従って、これまでの日銀の利上げに伴う影響も併せて、今後の海外経済の動向次第で日本経済の景気後退局面入りの可能性が高まれば、日銀も追加利上げどころではなくなろう。マーケットの行方を見るうえでも、今後の日本の景気動向からは目が離せない。

図表5 景気基準日付

循環	谷(年/月)	山(年/月)	谷(年/月)	拡張(ヶ月)	後退(ヶ月)	全循環
1		1951/6	51/10		4	
2	51/10	54/1	54/11	27	10	37
3	54/11	57/6	58/6	31(神武)	12	43
4	58/6	61/12	62/10	42(岩戸)	10	52
5	62/10	64/10	65/10	24	12	36
6	65/10	70/7	71/12	57(いざなぎ)	17	74
7	71/12	73/11	75/3	23	16	39
8	75/3	77/1	77/10	22	9	31
9	77/10	80/2	83/2	28	36	64
10	83/2	85/6	86/11	28	17	45
11	86/11	91/2	93/10	51(バブル)	32	83
12	93/10	97/5	99/1	43	20	63
13	99/1	2000/11	02/1	22	14	36
14	02/1	08/2	09/3	73(いざなみ)	13	86
15	09/3	12/3	12/11	36	8	44
16	12/11	18/10	20/5	71(アベノミクス)	19	90
平均				39.3	15.6	54.9

(出所)内閣府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

