

## テーマ：先進国に先立ち景気底入れする日本 2009年5月7日(木)

～背景には、米国との景気底入れの定義と雇用環境の深刻度合いの違いあり～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 既に、日本経済には底打ちした兆しが見られる。鉱工業生産指数は、在庫水準が適正化する中で生産を需要に見合った水準まで戻す状況にある。09年3月の輸出数量指数も上昇に転じており、4月以降の製造工業予測指数上昇と整合的な動きとなっている。
- 更なる裏づけは米国の製造業ISM景気指数(以下ISM)の改善。ISMが底入れをしたのは、グローバルに活動する製造業の世界的な在庫調整が一巡し、生産活動が需要見合いの水準まで盛り上がりつつあることを示している。日本の生産は2月に底入れした可能性が高い。
- 日本では、景気に連動して動くと思われる11の系列の過半数の6系列以上が底打ちした月が景気の谷とされるが、11系列のうち過半数の7系列が生産関連の指標であるため、実際は鉱工業生産が底入れする近辺で景気の谷が認定されることが多い。
- 一方、米国では雇用、所得、生産、支出の代表的な系列を用いて総合的に谷の時期が判断されるが、判断の際には雇用の代表的指標が最も重視されることから、非農業就業者数の調整に目処がつく頃が景気の谷と認定されている。
- 日本の生産が2月に底打ちとなれば、日本の景気の谷も2～3月頃と認定され、今回の景気後退期間は16～17ヶ月程度となり、平均的な景気後退期間に落ち着く。
- しかし、米国では重視される非農業就業者数は前月差▲60万人を超えるペースでの減少が続く。少なくとも前月差で▲10万人台の減少ペースまで回復しないと景気の谷が認定されないことからすれば、米国の景気の谷は早くても夏場以降となり、米国の景気後退期間は第一次と第二次オイルショック時に記録した過去最長を更新する。
- 日本経済は成長率の面では先進国で最大の落ち込みを示したが、景気の底打ち時期の面からすれば、大方の予想を裏切り、先進国の中で最も早いタイミングで景気回復となる。そして、回復の初速はこれまでの調整が大きかった分、過去の回復初期局面の中で最も力強いものとなろう。

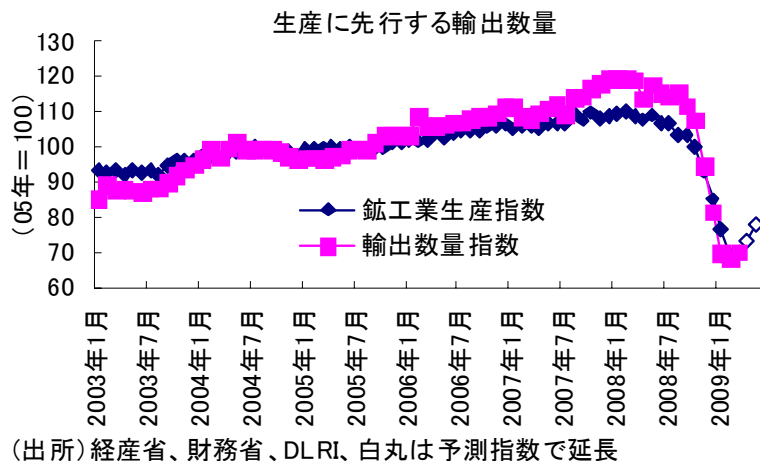
※本レポートは、日経BPネット(4/28)に寄稿したものに加筆修正を加えたものである。

### ●既に底打ちの可能性高まる生産

足元では、既に日本経済が底打ちした兆しが見られる。特に注目されるのは、日本の景気循環を反映する鉱工業生産指数が3月に半年振りに上昇に転じ、製造工業予測指数が4・5月と二ヶ月連続で上昇していることである。鉱工業生産指数はこれまで在庫調整を目的に需要が減少する以上のペースで生産水準を切り下げてきたが、在庫水準が適正化してきたため、生産を需要に見合った水準まで戻す状況にあるといえる。

これを裏付けるのが、貿易統計の輸出数量指数である。日本の鉱工業生産指数は、輸出数量指数の季節調整値にこれまで1ヶ月程度遅れて連動してきたが、足元09年3月の輸出数量指数は上昇に転

じており、4月の製造工業予測指数上昇と整合的な動きとなっている。



こうした動きは、各業種の在庫調整や減産緩和に関する報道からも裏付けられる。某自動車メーカーは5月から生産台数を2～4月の月平均比で3割増やすとしており、別の自動車メーカーも減産幅を3月から5割前後、4月以降は3割程度に圧縮するとしている。また、別の自動車メーカーでも4月から2工場の休止日を削減し、7月にはゼロにすると報道されている。更に、大手化学メーカー各社や電子部品メーカー各社も4月から工場稼働率を引き上げるとしている。従って、こうしたミクロの情報からは、既に日本の生産活動が今年2月に底打ちした可能性を示唆しているといえる。

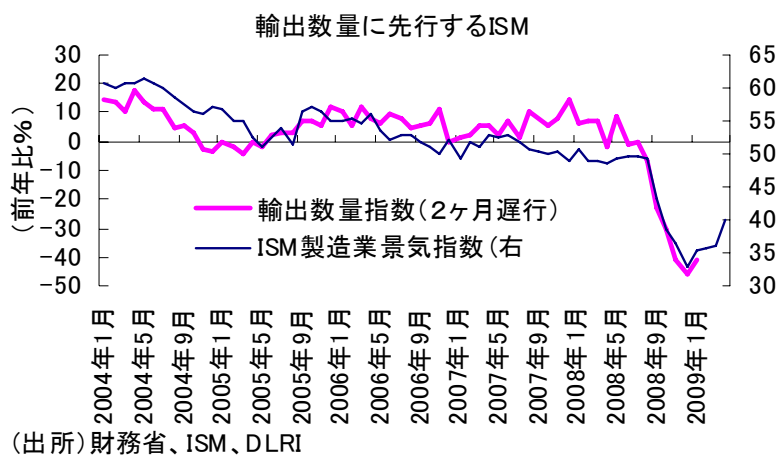
**各業種の在庫調整、減産緩和に関する報道**

自動車	A社は5月から生産台数を2-4月の月平均比3割増の20万台規模に
	B社は3月から減産幅を5割前後に圧縮、4月以降は3割程度に圧縮
	C社は4月から2工場の休止日を削減し、7月にはゼロに
化学	大手化学メーカー各社は4月から石油化学製品の主原料エチレンの工場稼働率を引き上げる
電子部品	電子部品各社は4月にコンデンサースイッチ等の工場稼働率を引き上げる
	D社はテレビ用液晶パネルの生産ラインの稼働率を5月の連休明け以降に8割程度に戻す

(出所) 内閣府

更なる裏づけとして、米国の製造業ISM景気指数（以下ISM）の改善がある。日本の輸出数量指数（前年比）はISMに2ヶ月遅れて連動するといった関係があるが、足元09年3月のISMは3ヶ月連続で上昇しており、3月の輸出数量指数（前年比）のマイナス幅縮小と整合的な動きとなっているためだ。このようにISMが底入れをしたのは、グローバルに活動する製造業の世界的な在庫調整が一巡し、生産活動が需要見合いの水準まで盛り上がりつつあることを示している。

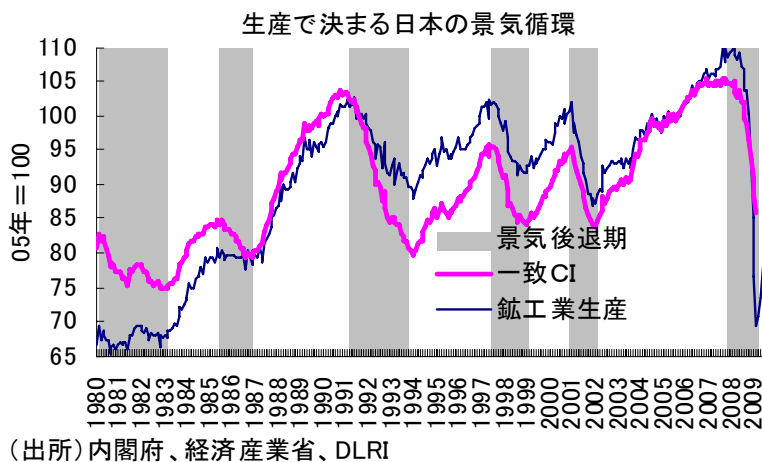
一般的に、経済指標が3ヶ月連続で回復した場合、その回復は信憑性が高いことからすれば、昨年12月のISM底入れに伴い2月の輸出数量が底入れし、日本の生産が底入れしている可能性はかなり高いことになる。



### ●米国より早まる景気底入れ

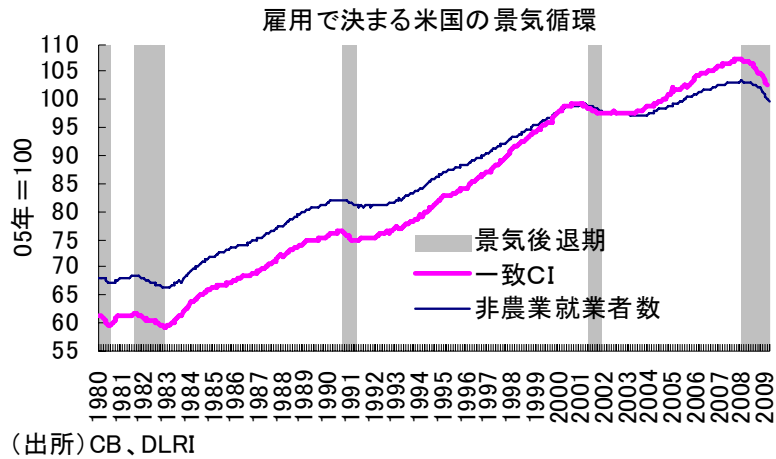
このように、世界的に生産活動が底入れの兆しを見せるとなれば、次に日米の景気の谷はいつ頃となるのかといった関心が高まる。つまり、日本では2007年11月、米国では2007年12月から景気後退局面にあるが、それがいつ終結する、もしくはしたかということである。

そこで、簡単に日米における景気の谷の判定方法を説明しよう。日本では、鉱工業生産指数をはじめとした景気に連動して動くと考えられる11の系列(内閣府の景気動向指数における一致系列)を用い、その過半数の6系列以上が底打ちした月が景気の谷とされる。ただ、11系列のうち過半数の7系列が生産関連の指標であるため、実際は鉱工業生産が底入れする近辺で景気の谷が認定されることが多い。これは、景気の量感を示しつつ転換点が景気の転換点とほぼ一致する日本の一致CIが、(厳密には1四半期遅れて)鉱工業生産指数と連動して動いていることから窺える。

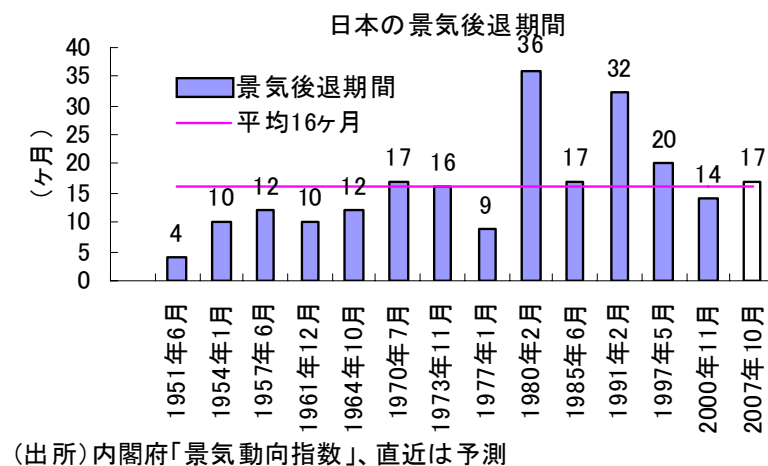


これに対し、米国では雇用、所得、生産、支出といった4つの経済的側面の代表的な系列(米国

景気総合指数の一致指標)を用いて総合的に谷の時期が判断される。ただ、判断の際には雇用の代表的指標が最も重視されることとなっており、事実上は非農業就業者数の調整に目処がつく頃が景気の谷と認定されている。その傍証として、米国の一致C I の場合は非農業就業者数とほぼ連動して動いている。

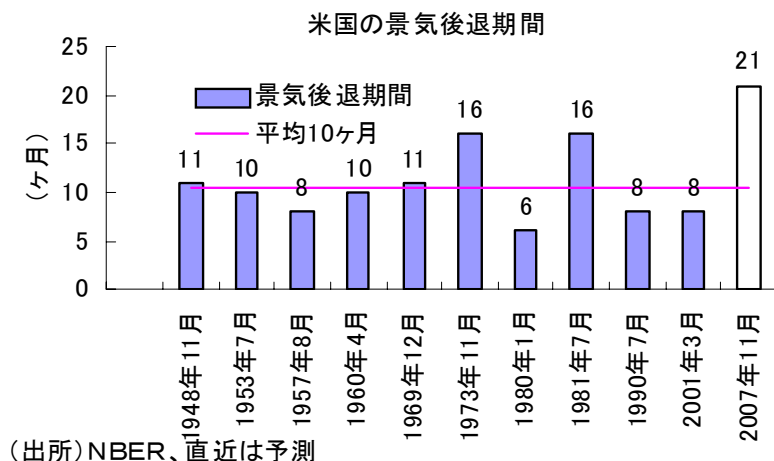


したがって、日本の鉱工業生産指数が2月に底打ちしたとなれば、日本の景気の谷も2～3月頃に認定される可能性が高い。となれば、今回の景気後退期間は16～17ヶ月程度(過去平均は16ヶ月)となり、落ち込み幅は過去最悪となったものの、期間で見れば平均的な景気後退期間に落ち着くことになる。



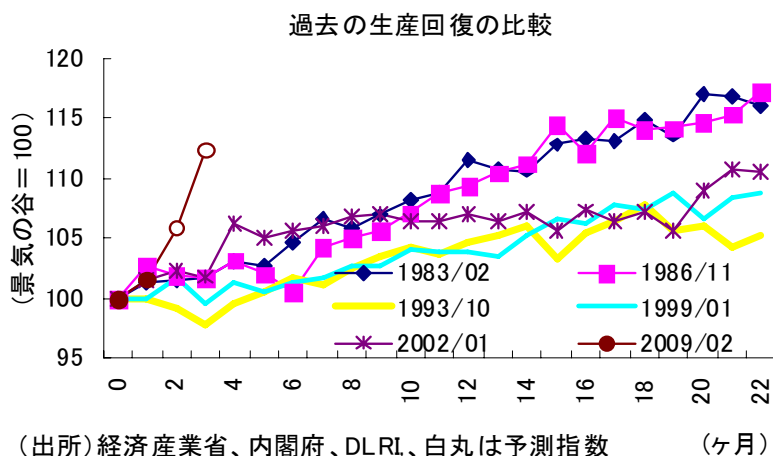
これに対して、米国でも既に生産関連の先行指標は底打ちしているが、肝心の非農業就業者数は3月時点で前月差▲60万人を超えるペースでの減少が続いている。一方。過去の経験則からすれば、少なくとも前月差で▲10万人台の減少ペースまで回復しないと景気の谷が認定されていない。こうしたことからすれば、米国の景気の谷は早くても夏場以降となる可能性が高く、仮に今年6月以降に谷が認定されたとしても米国の景気後退期間は最短でも19ヶ月以上となり、第一次と第二次オイルショック時に記録した過去最長(16ヶ月)を更新することになる。

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。



このように、米国における生産関連の先行指標により日本の景気に底打ちが示唆されても、日本の生産底打ちのシグナルを出しているはずの米国の景気底打ちが遅れるのは、景気の山谷を判定する定義の違いによるものである。つまり、日本の景気循環は製造業の在庫循環により形成されることから生産活動が底打ちした近辺で谷をつけるが、米国の景気循環は在庫調整に遅行する雇用調整の循環により形成され、世界の生産活動が底打ちしても、米国の景気判断は雇用調整に目処がつくまでは底を打たないことになる。

以上より、日本は経済成長率の面では先進国で最大の落ち込みを示したが、景気は今年の2～3月に底打ちした可能性が高く、大方のこれまでの予想を裏切る形で先進国の中で最も早いタイミングでの景気回復局面入りとなる。そして、回復の初速はこれまでの調整が大きかった分、過去の回復初期局面の中で最も力強いものとなる。



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。見通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。