

**テーマ：景気は既に回復局面に
～ 1-3月期が景気の底。2010年後半に再び正念場が～** 発表日：2009年5月14日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 主任エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

(要旨)

- 09年1-3月期の実質GDP成長率は過去最大の落ち込みになる可能性が高いが、この1-3月期が景気の底になるとみられ、足元では既に景気回復局面に入っていると考えられる。
- 在庫調整が進んだ結果、最終需要に見合う水準にまで生産水準が引き上げられつつあり、生産は2月をボトムとして持ち直しに向かっている。在庫投資は1-3月期にGDPを大きく押し下げた一方、4-6月期には大幅なプラス寄与が予想される。海外でも、在庫調整に目処がたちつつあり、日本からの輸出も持ち直す可能性が高い。4-6月期のGDPはプラスに転じるだろう。
- 7-9月期以降には、公共投資を中心に経済対策効果の発現が期待できる。海外においても、景気対策の効果が輸出の回復を後押しする。当面、潜在成長率を上回る成長が続くだろう。
- 経済対策効果は2010年前半までに出尽くすとみられ、2010年後半には効果が剥落する。海外でも、2010年には効果が徐々に減衰していくものが多い。民間需要が弱いなかでこうした事態が生じれば、再び景気が弱まり、後退局面入りしてしまう可能性がある。公的需要が景気を支えている間に、いかに民間内需へのバトンタッチを進めていけるかが今後の景気の鍵を握る。

※ 本稿は、NIKKEI NET「景気を語るこの指標」（5/14）に掲載されたものと同内容です。

08年秋以降、景気は急激な悪化を続けてきたが、ここにきて一部で改善を示す経済指標がみられ始めている。こうした改善は、これまでの悪化からの単なる一時的な反動に過ぎないのだろうか。それとも景気回復の兆しなのだろうか。

○ 4-6月期はプラス成長の可能性大

5月20日に公表される09年1-3月期の実質GDP成長率は、極めて厳しい結果になりそうだ。民間調査機関による平均予測値は前期比年率で▲15.3%となっており、08年10-12月期の▲12.1%からマイナス幅が大幅に拡大し、統計作成開始以来最大の落ち込みになると予想されている。わずか2四半期でこれほど経済水準が低下した例は過去になく、まさに戦後最大の大不況である。

もっとも、景気の方向性という点でみると、最悪期はこの1-3月期である可能性が高く、足元で景気は既に回復局面に入っていると考えられる。このことを端的に示しているのが、鉱工業生産の回復である。3月の鉱工業生産指数は6ヵ月ぶりに上昇に転じていることに加え、4、5月の生産予測指数もそれぞれ上昇が見込まれている。4-6月期の生産が前期比プラスに転じる可能性は高いだろう。

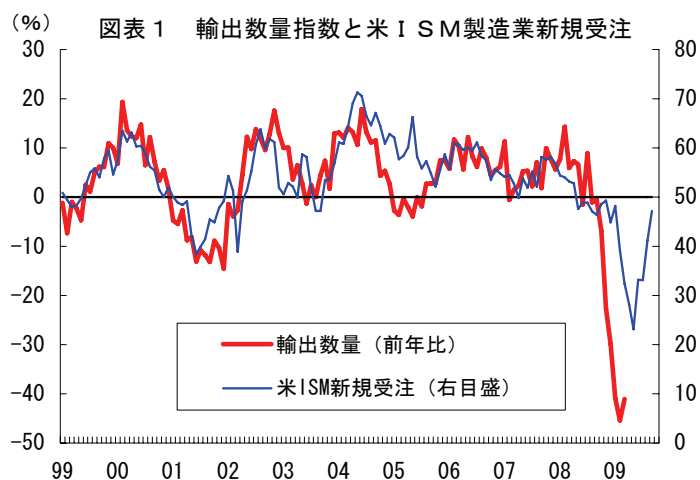
生産持ち直しの背景にあるのは在庫調整の進展だ。昨年秋以降に生じた輸出の急減によって大幅に積みあがった在庫を減らすため、企業は1-3月期に在庫減らしに邁進し、最終需要を大幅に下回る水準に生産を抑制していた。この急減産が功を奏し、在庫は適正水準近くまで減少している。この結果、在庫調整圧力が和らいだことで、最終需要に見合う水準にまで生産水準が引き上げられつつあるのである。

こうした在庫の動きは、GDPにも大きな影響を与える。企業が行った在庫投資の削減によって、1-3月期のGDPは前期比年率で▲3～▲4%ポイント程度も押し下げられるとみられるが、4-6月期については

逆に、在庫投資は成長率に対して大きくプラスに寄与する可能性が高い。GDP成長率に影響するのは「在庫水準の増減額の前期差」であるため、在庫水準の低下ペースが前期より緩やかになるだけで、GDPは押し上げられる。

在庫調整の進展と生産持ち直しの動きは、日本だけでなく多くの国々で起こっており、日本からの輸出も回復が期待できる。エコノミストの中では「輸出先の国の最終需要が弱いので輸出の回復は期待できない」との意見も多いが、仮に最終需要が持ち直さなくても、現地での在庫水準が適正化すれば、これまで最終需要以下に抑えられていた生産と輸入は回復に向かう。結果として、日本からの輸出も増加に転じるだろう。こうした現地での在庫の減少と生産のリバウンドを考慮すれば、目先、輸出は予想以上に高い伸びとなる可能性が高い。日本からの輸出に先行する傾向がある米国ISM製造業景気指数が、このところ早いペースで改善していることも、こうした可能性を示唆している（図表1参照）。

このように、1-3月期の景気を大きく押し下げていた在庫投資や輸出が4-6月期にプラス寄与に転じることで、4-6月期のGDP成長率はプラスに転じる可能性が高いだろう。定額給付金の支給が個人消費を支えることもあり、前期比年率で+3%程度の高めの成長になる可能性も否定できない。



(注)ISM製造業新規受注は5ヵ月先行
(出所)財務省「貿易統計」、米供給管理協会

○経済対策効果が年後半以降の景気を下支え

4-6月期に予想される生産やGDPのリバウンドは、在庫調整圧力の緩和に伴う一時的なものに過ぎず、持続的ではないとの意見も多い。

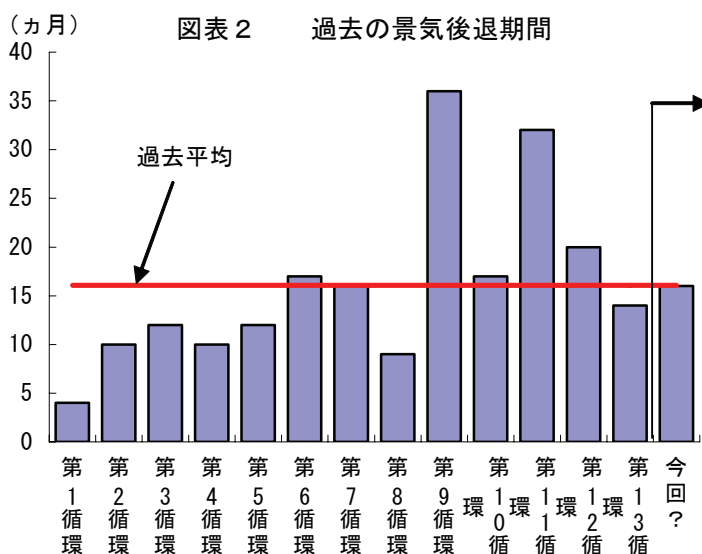
だが筆者は、生産の増加傾向は7-9月期以降も持続する可能性が高いと考えている。経済対策の効果がこの先期待できることがその理由である。既に08年度補正予算や09年度本予算において公共投資の積み増しや前倒し執行、定額給付金の支給などが実施されていることに加え、4月10日には追加経済対策が決定された。従来型の公共投資を多く含むとみられるなど内容には不満も残るが、対策の規模が極めて大きいことは事実だ。これらの対策効果は、公共投資の増加を中心として7-9月期以降に強まる見込みである。加えて、海外においても経済対策が多く実施されることが景気を下支えすると見込まれており、輸出への追い風となることも見逃せない。この結果、GDPが押し上げられ、潜在成長率を上回る成長が続く可能性が高いだろう。

○景気は既に回復局面に。2010年後半に再び正念場が訪れる

以上の通り、在庫調整の進展と輸出の回復、経済対策効果などが重なる結果、景気は1-3月期を底として回復局面に入っている可能性が高い。4-6月期以降の成長パスも、多くのエコノミストが主張する「L字

型」にはならず、潜在成長率を上回る回復が当面見込めると考えている。仮に1-3月期が景気の底だとすれば、07年11月から続いていた景気後退局面は16ヶ月前後で終了したことになる。これは、戦後の景気後退期間の平均である16ヶ月とほぼ一致する（図表2参照）。今回の景気後退局面は、調整の深さについては戦後最大だったが、期間でみると過去平均並みになりそうだ。

もっとも、景気が底を打った可能性が高いとはいっても、経済対策効果に支えられる面も大きい。経済対策効果は2010年前半までに出尽くすとみられ、新たな追加対策が策定されない限り、2010年後半には効果が剥落する。海外における対策効果も、国によってまちまちではあるが、2010年には効果が徐々に減衰していくものが多い。民間需要が弱いなかでこうした事態が生じれば、再び景気が弱まり、後退局面入りしてしまう可能性もあるだろう。この場合、景気回復期間は1年超にとどまり、戦後最短を記録することになる。公的需要が景気を支えている間に、いかに民間内需へのバトンタッチを進めていけるかが今後の景気の鍵を握るだろう。



(出所)内閣府「景気動向指数」