

輸出・生産主導の景気回復

発表日：2009年6月3日(水)

～金融危機以前のレベルでなくても収益は稼げる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

政府の判断などが景気回復の方向に軸足を移しつつある。それは、生産・輸出の動きが以前よりも前向きになってきたことが背景である。設備投資も、収益拡大次第で緩やかな拡大に向かう可能性はある。現時点での景気情勢のポイントに注目してみたい。

景気判定の変化

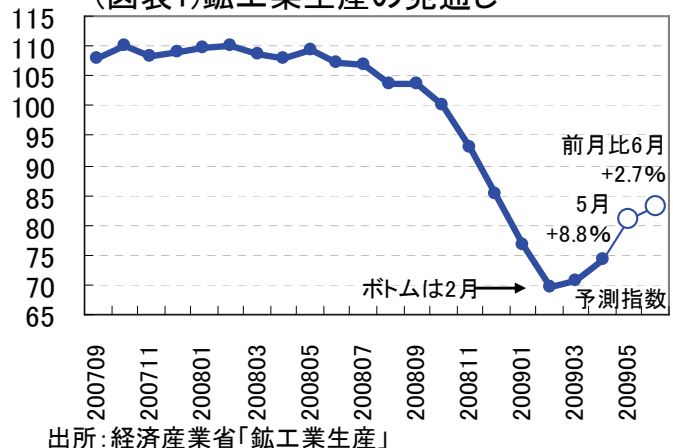
景気拡大期に転換してきていることが、次第に明らかになってきた。6月2日に、与謝野馨財務・金融・経済相が、「1～3月が底打ちの時期」という判断を示した。6月の月例経済報告でも「悪化」の表現を削る可能性があるという観測報道がある。政府の月例経済報告では、5月に「このところ悪化のテンポは緩やかになっている」と前月よりも改善の判断を示したばかりであった。月例経済報告の時点（5月25日）では、文章の表現の中で「下げ止まり」という言葉を使うのに慎重姿勢が強かったが、政府はそれよりも評価を前進させてきている印象がある。

過去の経験則では、政府の月例経済報告が基調判断を上方修正させるタイミングは、景気日付が拡大期に転換した時期と接近している。1999年1月の景気の谷では、月例の判断とちょうど一致していて、2002年1月の谷では月例が3月に判断を変えている。今回は、生産統計の前月比が3月からプラスに転化しており、1～3月の中での転換が濃厚である。5月の月例経済報告での上方修正は、非常に近いタイミングと言える。正式に判定を行う景気日付委員会と、月例経済報告は独立した判断であるが、過去の経験則から言えば、もうすでに景気拡大期に入っている可能性は高い。

意外に早かった生産回復

政府の判断が前向きになってきている有力な根拠は、4月の鉱工業生産統計がよかったからだろう。5月26日に発表された統計では、4月実績が前月比5.2%（速報）と過去2番目の高い伸び率になり、さらに5月の予測指数がそれを上回る前月比8.8%、6月が同2.7%の伸びになっていた（図表1）。四半期ベースで1～3月と4～6月を比べると、前期比9.9%のプラスと計算できる。6月の生産水準を予測指数で伸ばすと、季節調整値83.1とボトムの2月（69.5）よりも19.5%も高い水準に戻る。リーマンショック以前の103.5（2008年8月）にはあと25%上昇しないと現状復帰したことにはならないが、事前に心配していたよりは戻りのペースは早い。グラフに描くと、もはやL字型回復ではなく、V字型（ないしレ字型、ナイキ型）に近い。不安心理に駆られて、景気の先行きがL字に見えるが、実際はある程度は回復する格好になるのだろう。

(図表1) 鉱工業生産の見通し



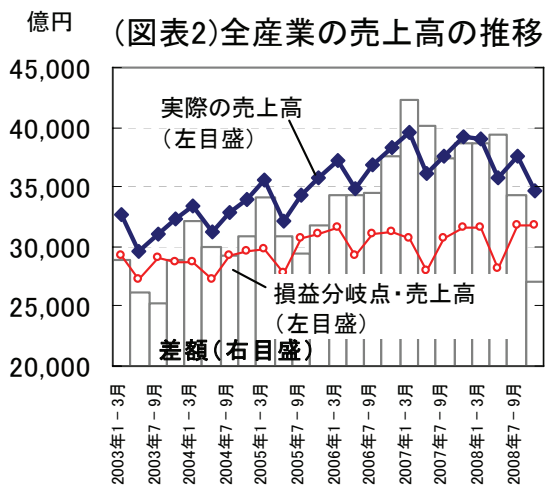
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

設備投資の回復力

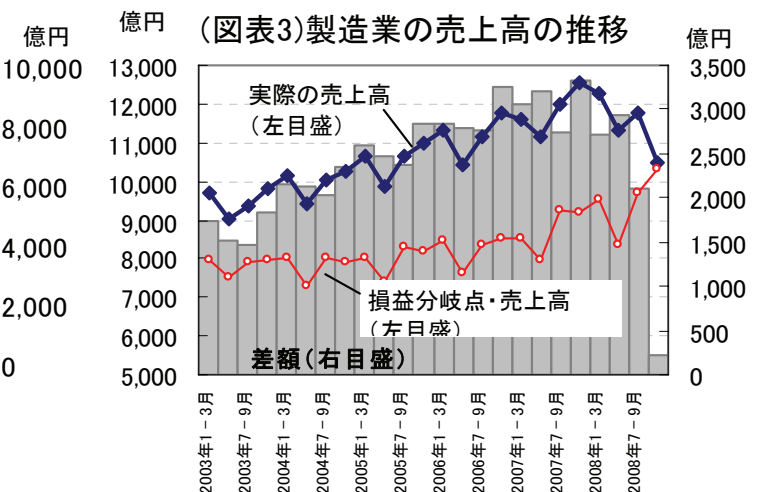
生産水準が元の水準まで戻らないと、私たちは景気の先行きを過度に悲観的に見がちになる。生産水準が低位にあると、過剰設備・過剰雇用を抱えたまま景気失速が訪れるように感じられる。

ただし、冷徹に考えると、企業の収益構造からみて、生産水準が元に戻らなくても利益は稼ぎ出すことはできる。2007・2008年の時期に、企業の損益分岐点売上高が歴史的に低位になったことを思い出してほしい。損益分岐点が低いということは、低い売上高であっても利益が捻出できる体質ということである（図表2、3）。リーマンショック以降の生産の落ち込みで、企業はさらに固定費負担をカットするような行動に出た。現時点で、利益が捻出できるところまで売上高が回復したかどうかは判然とはしないが、このまま生産水準が回復し続けられれば、2009年度後半までには収益面で改善過程に復帰する可能性はある。

今次景気拡大局面では、エコノミストの誰もが考えている通り、筆者自身も設備投資はストック調整圧力を強く受けて、あまり回復しそうにないと思う。ただし、生産水準が復活してくれば、企業のキャッシュフローも改善し、その中から設備投資に回るエネルギーも増えていくだろう。ここ数年の設備投資動向は、キャッシュフローの説明力が強いという特徴がある。



出所：財務省「法人企業統計」



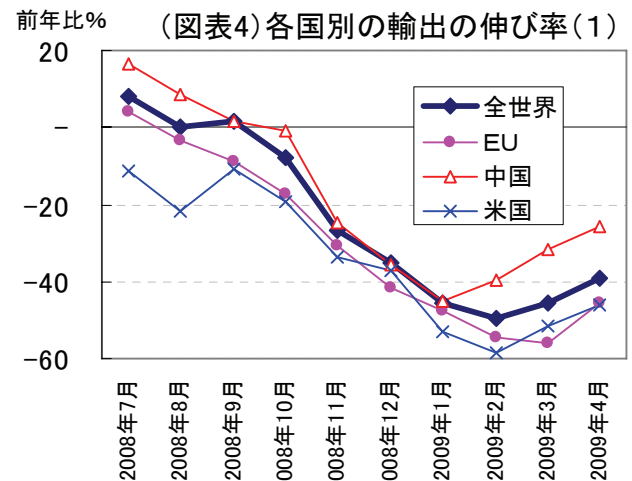
出所：財務省「法人企業統計」

中国に主導された輸出拡大

製造業の生産回復が意外に早かったことは、在庫復元力の作用もあろうが、輸出動向は改善してきていることも大きい。最近の輸出では、中国向けの前年比伸び率が2~4月にかけてマイナス幅を縮小してきているのが目立つ

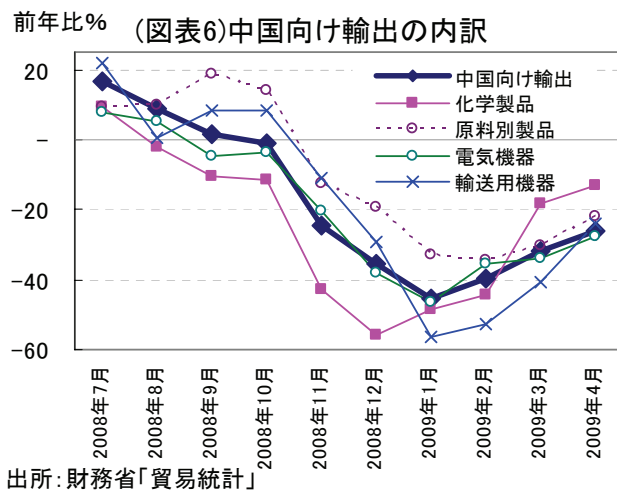
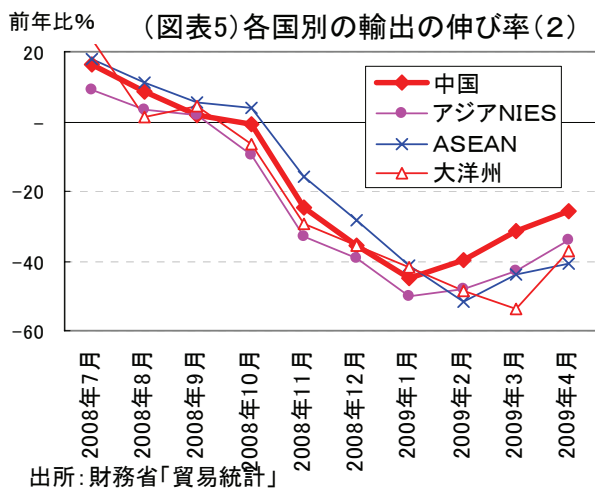
(図表4、5)。それに続いて、地域別輸出はNIES、ASEAN、米国、EUの順で底打ちの動きをみせている。輸出の内訳をみると、化学製品（医薬品、有機化合物）、電気機械、原料別製品（非鉄、金属製品、鉄鋼）の減少幅の縮小が進んでいる（図表6）。自動車など輸送機械の回復は未だに鈍く、次に一般機械が低調である。

素材・電気機械の改善には、地域別に中国などアジアを中心に輸出が回復してきている影響が大きいようだ。電気機械の輸出に占める中国の割合は22%（含む香港）、原料別製品に占める中国の割合は21%（同）と高いのに対して、輸送機械は5.6%（同）と低い。



出所：財務省「貿易統計」

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。



楽観でもなく、悲観でもなく

景気の全体観として、内需よりも輸出主導の色彩が強まっている。輸出の中でも、北米よりも、中国などアジアが牽引役になりつつある需要偏在の図式がある。今後、輸出面でも、よりアジア・シフトが強まっていき、需要の所在に敏感に対応できる輸出セクターには恩恵が大きく、そうした反応が鈍いとどうしても恩恵が実感しにくい状況になるだろう。

本稿ではあまり強調しなかったが、内需面では雇用悪化の重石は相当に重く、今のところ個人消費などには大きな期待ができない。実質 GDP の伸び率は2009年度は▲3%台の大きなマイナスになるだろうが、年度のゲタを除いて均してみると、1%半ばの成長ペースになりそうである。このペースは2002～2007年の2%成長を下回る緩やかなものである。

結局、今後の景気拡大期は、あまり楽観的にはなり過ぎず、緩やかなペースの回復を前提に置き、この景気がどこまで強くなるかを慎重にみておくくらいがちょうど良いと考えられる。