

テーマ：景気は既に後退局面入りの可能性大
～輸出と自動車販売の動向次第で長期化のリスクも～

発表日：2012年10月12日（金）

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

要旨

- 一定の仮定を置いてヒストリカルDIを試算すると、2012年4月に50%を割る。2012年3月が景気の山となり、4月以降は景気後退局面に入っている可能性が高い。この場合、09年3月を谷とする景気拡張期間は36ヶ月で終了したことになり、拡張局面の長さは過去平均並みとなる（戦後の景気拡張期間は平均36.2ヶ月）。
- 景気後退局面は短期間で終了し、13年入り後は緩やかに持ち直すとの見方が現在では優勢である。輸出の持ち直しが期待できることや、自動車販売の落ち込みに歯止めがかかることなどが背景にある。
- だが、日中関係の悪化が輸出を下押しするリスクがあることに加え、自動車販売についても、需要先食いの反動減が長期化する可能性がある。輸出や自動車販売の動向次第では景気後退局面が長期化する可能性も否定できない。

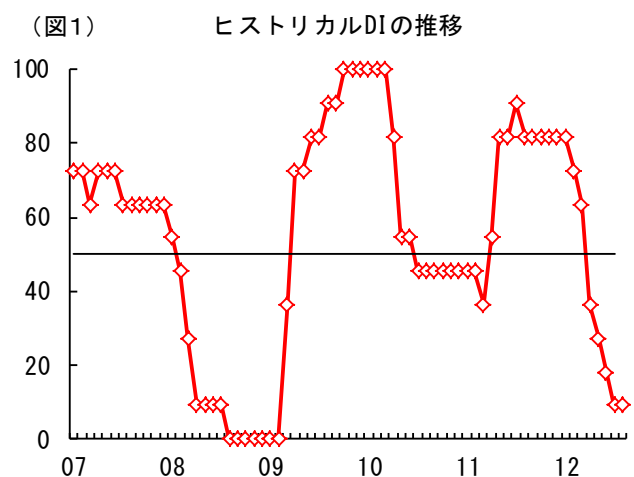
○ 2012年3月を山として景気は既に後退局面入りしている可能性大

内閣府が本日発表した月例経済報告では、景気の基調判断が「景気は、引き続き底堅さもみられるが、世界景気の減速等を背景として、このところ弱めの動きとなっている。」に下方修正され、これまで用いられてきた「回復」の文言が外された。「後退」の言葉こそ使っていないが、実際のところ景気は既に後退局面に入っている可能性が高い。

正式な景気の転換点（山谷）は、景気動向指数研究会での議論を経た後で内閣府が設定するが、その際には、景気動向指数における一致指数の各採用系列から作られるヒストリカルDIが重要な判断材料になる。ヒストリカルDIとは、各採用系列ごとに山谷を設定し、谷から山にいたる期間はすべて上昇（プラス）、山から谷にいたる期間はすべて下降（マイナス）としてDIを算出したものである。そして、ヒストリカルDIが50%を上から下に切る直前の月が景気の高、下から上に切る直前の月が景気の谷に対応する。

なお、各指標の山谷はブライ・ボッシュン法という手法を用いて設定されているが、その際には、一つの周期（山から山、谷から谷）は最低15ヶ月以上、上昇局面・下降局面は最低5ヶ月続くこと、山や谷が系列の終了時点から6ヶ月以上離れていることなどの条件が考慮される。また、検討に際しては12ヶ月移動平均など3種類の移動平均を用いることもあり、正確な景気転換点が決定されるのは、実際の転換点から1年以上経ってからのことになる。

ここで、各採用系列が当面落ち込むとの仮定を置いた上でヒストリカルDIを試算した。なお、一致指数の採用系列には生産関連のものが多く、生産予測指数において、9月が前月比▲2.9%、10月が同



(出所)内閣府「景気動向指数」より試算
 (注1)当面各採用系列が悪化すると仮定して試算している。
 (注2)営業利益については12年7月以降悪化したものと仮定した

0.0%¹と悪化見込みであることを踏まえれば、各採用系列が目先落ち込むという仮定は不自然なものではないだろう。

試算したヒストリカルD Iの結果を示したものが図1である。これを見ると、それまで50%を上回っていたヒストリカルD Iが2012年4月に50%を割り込み、その後ゼロ%に近づいていることが分かる。先行きデータの仮定の置き方や今後の季調替えなどによってタイミングは多少ずれる可能性はあるが、現時点のデータから判断する限り、2012年3月が景気の山となり、4月以降は景気後退局面に入っている可能性が高い²。この場合、2009年3月を谷とする景気拡張期間は36ヶ月で終わったことになる³。拡張局面の長さは、ちょうど過去平均並みということだ（戦後の景気拡張期間は平均36.2ヶ月）。

○ 13年以降は持ち直しか

既に景気が後退局面に入っている可能性が高まったことで、今後、景気に関する議論は、「減速か後退か」というテーマから、「後退の深度・期間」というテーマへとシフトしていくと思われる。

現時点では、この後退局面が長期化するとの見方は少なく、13年入り頃には緩やかな持ち直しに転じるとの意見が多いようだ。筆者のメインシナリオもこれである。

期待されるのは輸出の持ち直しだ。足元まで減速が続いている中国経済だが、減速に対応する形で投資認可の加速や消費刺激策の導入、金融緩和などが既に実施されており、政策効果の発現から今後は徐々に持ち直ししていくと思われる。最大の輸出相手国である中国経済が持ち直せば、日本の輸出にとって大きなプラスだろう。

エコカー補助金終了の影響で大幅に落ち込んでいる自動車販売についても、悪化には次第に歯止めがかかるとみられる。2009～2010年に実施されたエコカー補助金のケースでは、補助金が終了した2010年9月と10月には駆け込み需要の反動から販売が激減したものの、11月以降はボトムアウトし、緩やかではあるが持ち直しに転じている。今回も、早ければ年内に底打ちとなる可能性もあるだろう。

自動車の在庫が適切にコントロールされている点も好材料だ。自動車メーカーは、エコカー補助金が終了する前の段階で既に減産に着手しており、9月の生産予測指数も前月比▲11.6%と、減産を継続する見込みとなっている。このことは当然、足元の生産下押し要因になるのだが、在庫調整の観点からはそう悪い話でもない。自動車メーカーは、自動車販売の大幅な落ち込みを見越して早めの対応を行っているため、この先在庫が大幅に積み上がり、他業界を巻き込んだ大規模な生産調整を迫られるリスクは抑制されている。この点も、13年以降の景気を見る上で重要だろう。

○ 中国向け輸出と自動車リスク要因

だが、こうした見方には下振れリスクがある。輸出については、日中関係の悪化が懸念材料だ。短期間で収束すれば経済的な影響は軽微にとどまるとみられるが、長期化するようであれば悪影響が及ぶことは避けられないだろう。また、景気刺激策の効果が顕在化する時期についても不透明感は強く、中国向け輸出が期待通りに持ち直すかどうかははっきりしない。

自動車についても懸念は残る。補助金終了後の反動減が一時的なものでは終わらない可能性も相応にあると思われる。この点を検討する上では、乗用車販売について長期トレンドとの乖離を見るのが有用だ。09

¹ 実現率や予測修正率がマイナスになっていることを考えると、実際には10月の生産は前月比マイナスになる可能性が高い。

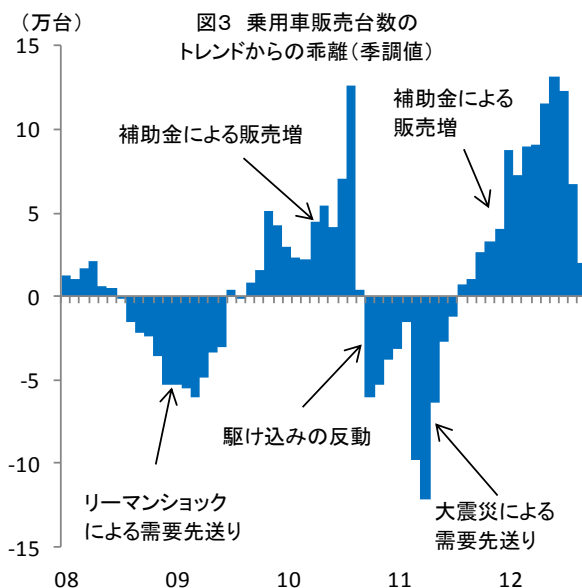
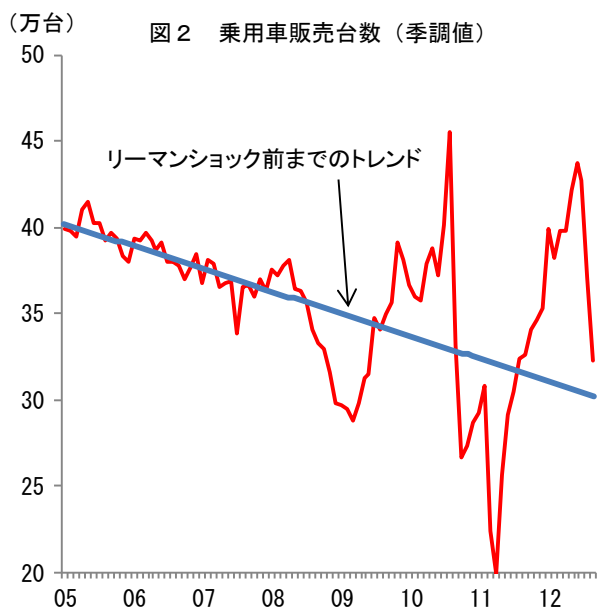
² ヒストリカルD Iが50%を割れることのほかにも、落ち込みの大きさや波及度合い、期間なども検討の対象になるが、どれも条件を満たす可能性が高いと思われる。

³ 生産指数の季節調整の歪みにより春以降の落ち込みが過大評価されていることが、ヒストリカルD Iの値、ひいては景気転換点の判断に影響を及ぼしている面もある。このことは筆者も釈然としない。

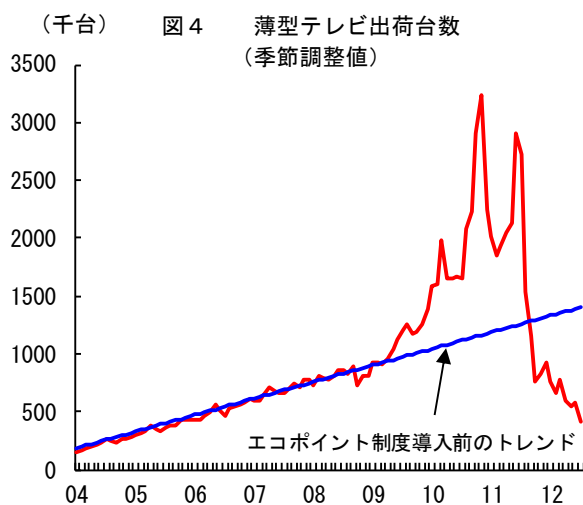
年～10年のエコカー補助金により、当時の販売台数はトレンドを大幅に上振れたが、この上振れ分の多くはリーマンショックにより先送られていた需要だったと考えられる。つまり、リーマンショックによってトレンドから大幅に下振れていた需要分が補助金をきっかけに顕在化しただけであり、需要先食いの要素は限定的だったと考えられる。そのため、制度終了後の反動減も短期間で終了したのだろう。

しかし、今回の補助金の場合には状況が異なる。今回の補助金においても、11年3月の震災後に先送られた需要が顕在化した面もあるとはみられるが、トレンドからの上振れ規模は震災による下振れ分を大きく上回っている。そのため、今回の補助金では需要先食いの面が大きく、反動減が前回と比べて大きくなる可能性が否定できないだろう。実際、エコポイント制度や地デジ完全移行によって大規模な需要先食いが生じた薄型テレビでは、未だに販売減に歯止めがかかっていない。自動車の販売減が長期化・大規模化するようであれば、13年以降の景気持ち直しシナリオにも暗雲が立ち込めてくる。

こうした点を考えると、景気の先行きについては決して楽観できない。輸出や自動車の動向次第では景気後退局面が長期化するリスクもあるだろう。



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会
(注) 季節調整は第一生命経済研究所



(出所) 電子情報技術産業協会
(注) 季節調整は第一生命経済研究所

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。