

2020年2月25日 全10頁

# サイクル面から見た景気の先行き

## 米中景気の底入れと半導体需要の回復が追い風に

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光  
シニアエコノミスト 橋本 政彦  
研究員 小林 若葉

### [要約]

- 日米中 3 カ国では概ね「中国→米国→日本」の順番で景気回復となるパターンが見られ、2020年は日本の回復期入りが期待される。当面は輸出の回復がポイントとなろう。
- 業種別に生産の先行きを見通すと、半導体需要の回復に伴う電子部品・デバイスの生産増が期待される一方、日米家計所得の影響を強く受ける輸送機械は横ばいで推移し、両者の動きが乖離した状況が続くと想定される。
- だが、業種間の波及構造を踏まえた当社の試算によれば、稼働率上昇による資本財需要の増加などもあり、鉱工業生産全体は緩やかな増加基調が続こう。ただし、新型肺炎の影響などによって、前提となるシリコンサイクルが下振れするリスクには細心の注意が必要である。

## 1. 日米中のサイクルは、中期的に日本の景気回復を下支え

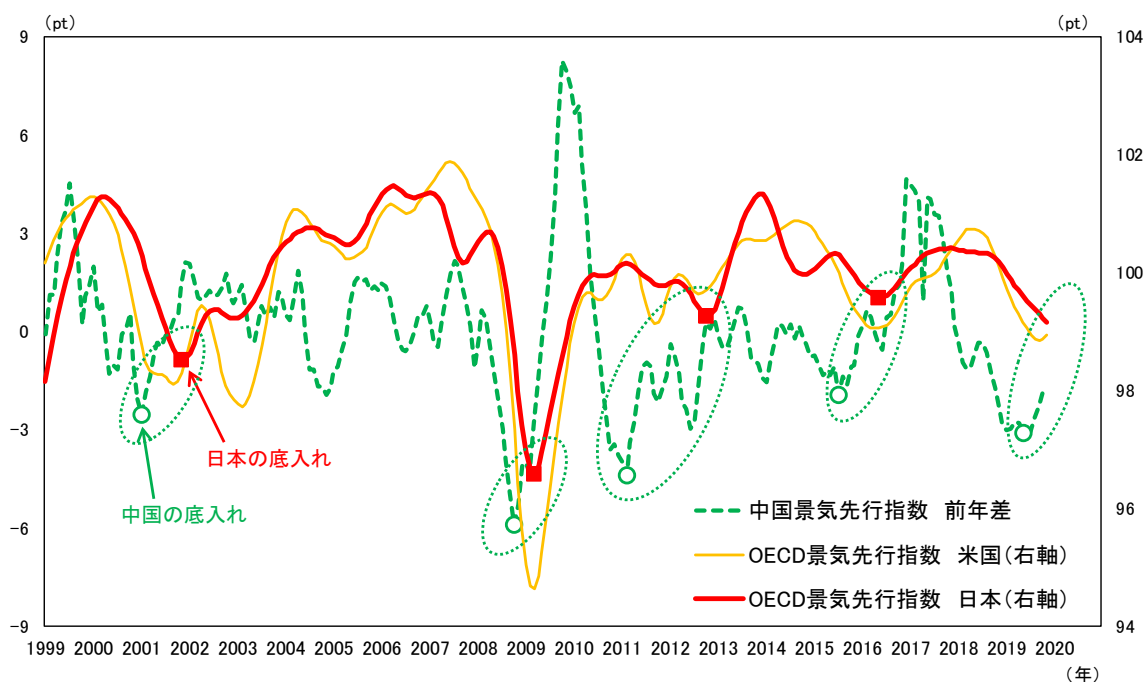
### 中国と米国の景気回復は日本に先行する傾向

当面の日本の景気動向を考える上で、ここでは景気サイクルの面からの注目ポイントを取り上げたい。その中で、まずは日本自身と、日本経済への影響が極めて大きい中国・米国に関するサイクルを検証した。結論としては、新型肺炎が長期化しないという当社のメインシナリオの下では、中国と米国の景気回復方向への変化を通じて、日本経済も2020年後半に向けての回復が支えられるとみている。

各国の景気先行指数の推移を見ると、日米中の3カ国では概ね「中国→米国→日本」の順番で底入れする傾向がある(図表1)。日本の景気は世界のGDP上位3カ国の中では遅行的といえる。そして、足元では中国と米国の指数に底入れの動きが出始めており、次は日本が底入れする順番となってもおかしくない。ただし、今年に入ってから新型肺炎による影響で中国の景気は二番底となる懸念もあり、それに伴って日本経済が大きく下振れするリスクには細心の注意が必要となろう。

なお、中国についてはOECD景気先行指数が2019年2月を底にいち早く回復基調となっているが、各構成要素の現状に鑑みると、足元までの上昇はやや慎重に評価する必要がある(中国のOECD景気先行指数については、[第201回日本経済予測\(改訂版\)](#)の第4章を参照されたい)。そのため、今回は中国国家统计局が発表する景気先行指数の動きを比較対象としている。

図表1：景気先行指数の底入れは、概ね中国→米国→日本の順

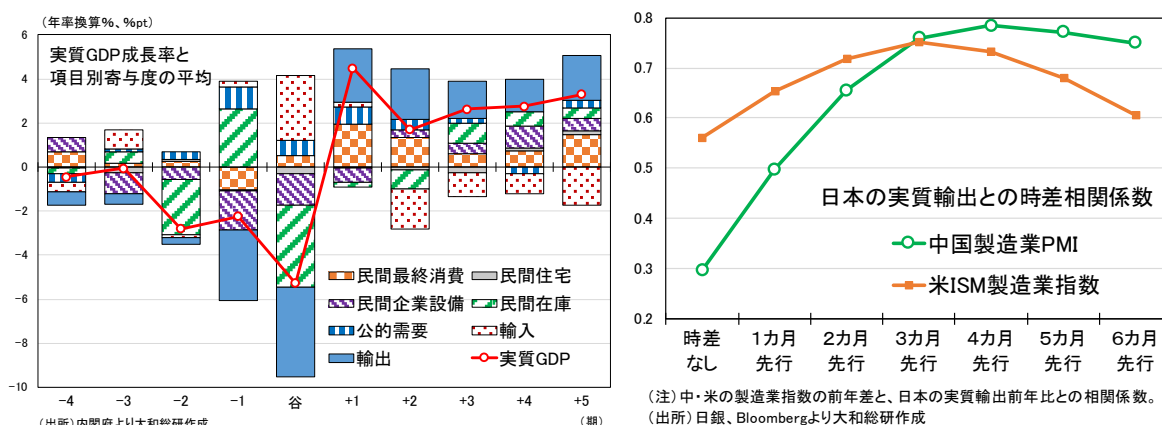


## 日本の景気浮上には輸出の回復がポイントに

日本の景気の方角性に関しては、輸出の動向にも注目したい。過去4回の日本の景気の谷前後において、GDP成長率への項目別の寄与度の変化を見ると、輸出のプラス転換が景気回復のカギとなったことが多い（**図表2左**）。現在の日本経済は輸出依存度が必ずしも高くないものの、足元でやや成長力に乏しい内需に対して、外需の動向が景況感を左右する度合いが相対的に増していると考えられる。

そして、当面の日本の輸出回復のカギを握るのは、やはり中・米両国の景気動向だと考えられる。実際に、中・米の製造業指数の回復が日本の輸出回復の先行指標になる傾向が見られる。日本の実質輸出の前年比に対して中国の製造業PMIは4カ月先行、米国のISM製造業指数は3カ月先行させた場合に相関係数が最も高い（**図表2右**）。足元で中・米両国の製造業指数には底入れの兆しが出てきており、日本の実質輸出も前年比のマイナス幅が縮小しつつある。新型コロナウイルスなどのリスク要因の影響は予断を許さず、中でも中国の製造業指数が再び悪化する可能性には注意が必要なものの、影響が収束した後は中国の経済対策等が同指数の回復を支えよう。それらを通じて、日本の輸出も2020年半ば以降は回復傾向に転換することが期待される。

図表2：過去4回の景気の谷前後の推移（左）、中・米の製造業指数と日本の輸出（右）



## 日米中の政治サイクルが、2020年の景気を下支え

2020年は米国大統領選挙が行われるなど、各国の政治日程も注目されよう。そして、選挙に代表される重要な政治サイクルは、各国の景気サイクルにも一定の影響を与えていると考えられる。

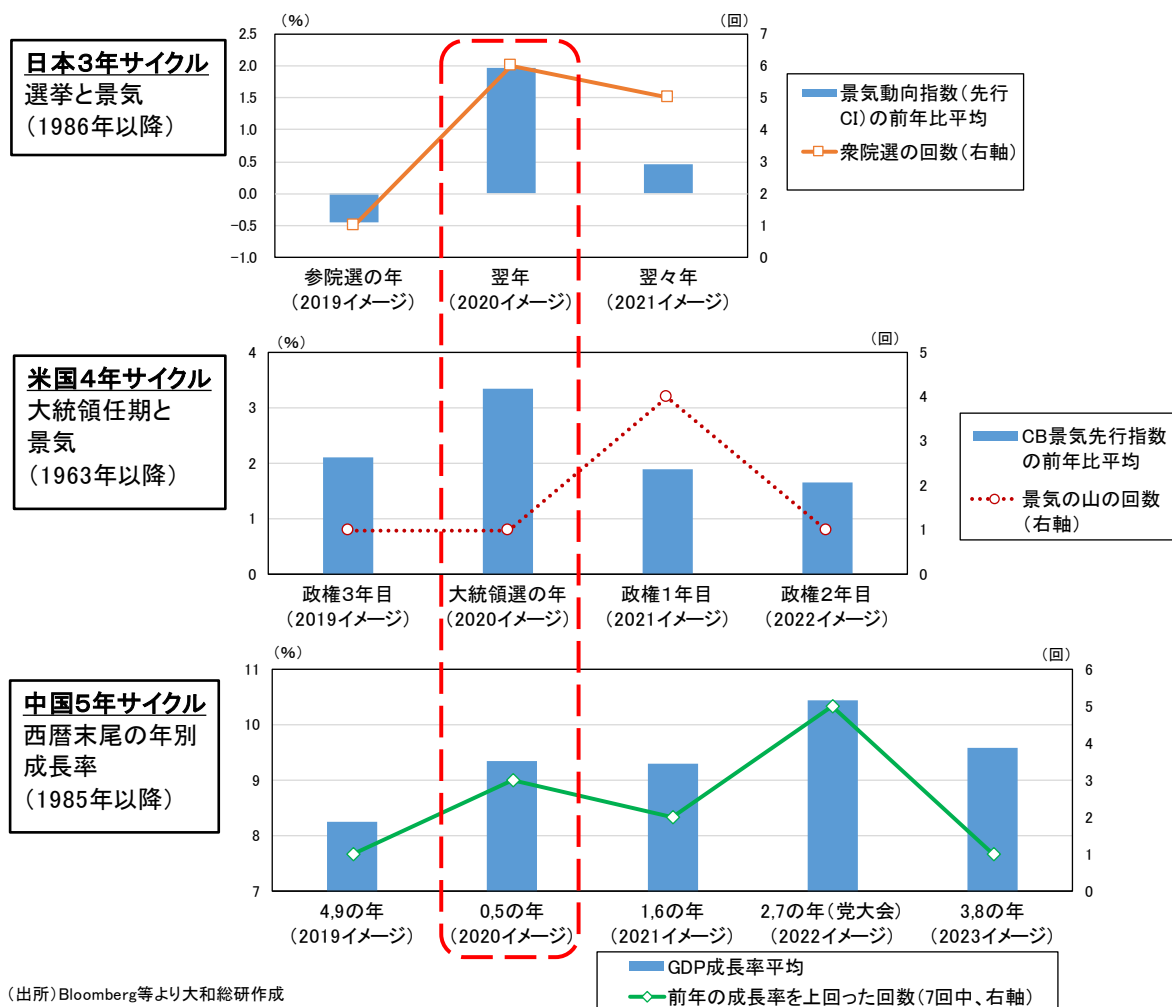
日本では、参議院選挙の年の景気がさえないという3年サイクルが指摘されることが多い（**図表3上段**）。その背景としては、参院選の結果は政権選択には直結しにくいことから、選挙に向けた積極的な経済政策が期待しにくいことが挙げられる。逆に、過去には参院選の翌年に総選挙が行われたことも多く、それに向けた積極策の結果から景況感が改善するケースが多く見られた。政治サイクルが景気サイクルに影響する一例といえる。

米国では、大統領の任期に伴う4年サイクルが指摘される（**図表3中段**）。やはり大統領選挙に向けては経済のテコ入れ期待が高まりやすいことが景況感改善の背景と考えられる。足元でもトランプ大統領が新たな減税策等を打ち出している。ただし、積極策によって持ち上げられた景気が、翌年の政権1年目にもピークアウトしやすいことには注意が必要となる。

そして中国では、共産党大会に伴う5年サイクルが指摘される（**図表3下段**）。西暦末尾が2と7の年に開催される党大会に向けて、各地域で経済発展の実績を競うことで成長率が高まる傾向が見られるが、それらの動きは党大会の2年前（西暦末尾が0と5の年）頃から始まっているようだ。また、西暦末尾が0と5の年は、経済5カ年計画の最終年であることも影響しているとみられる。2020年はGDP倍増を掲げた第13次5カ年計画の最終年に当たる。足元の新型コロナウイルスの影響を乗り越えて、計画の達成を目指した積極的な政策実施が期待されよう。

このように、日米中3カ国の政治サイクルは、いずれも2020年の各国経済を下支えするとみられる。これらの要因も日本の景気回復を後押しすると考えられよう。

図表3：日米中の政治サイクルと景気



## 2. シリコンサイクルの持ち直しで日本は安泰か？

### 半導体需要の回復と生産持ち直しへの期待

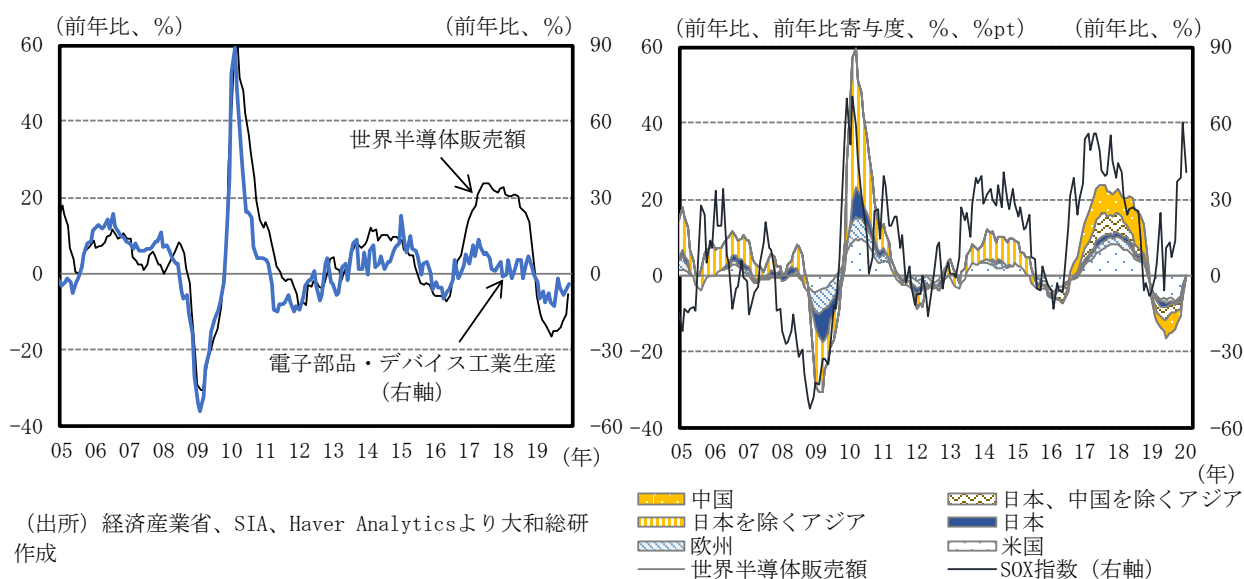
前章では、グローバルな景気サイクル、および政治サイクル面から、新型肺炎が長期化しないという当社のメインシナリオの下では、日本経済の持ち直しが期待されることを示した。本章では、セクター別の動向から日本経済、中でも循環的な振幅が大きい製造業の先行きを占う。

セクター別に見た際に、特に好材料と考えられるのは、世界的な半導体需要、いわゆるシリコンサイクルに持ち直しの動きが見られていることである（**図表 4 左**）。シリコンサイクルの底打ちに沿う形で、日本においても、半導体メーカーが含まれる電子部品・デバイス工業の生産が持ち直しつつある。

一般に、シリコンサイクルは、上昇局面 2 年程度、下降局面 2 年程度、計 4 年程度でサイクルを描くことで知られるが、これは大規模な設備投資を必要とする半導体メーカーが伸縮的に生産調節できないことによる在庫循環が主な要因である。すなわち、足元のシリコンサイクルの持ち直しは、2017 年頃から続いてきた在庫調整の一巡を反映したものと考えられる。

加えて、足元では、次世代通信技術、いわゆる 5G（第 5 世代移動通信システム）の本格的な実用化が見込まれる中、これに関連した需要の増加に対する期待が高まっている。マクロ経済や主要電子機器の動向などを参考に作成される世界半導体市場統計（WSTS）の予測によれば、2020 年の半導体市場は前年割れとなった 2019 年から回復に転じ、前年比+5.9%と 2 年ぶりの増加が見込まれている。また、シリコンサイクルに先行する、主要半導体関連株で構成されるフィラデルフィア半導体株指数（SOX 指数）は 2019 年央より急上昇しており（**図表 4 右**）、半導体市場の更なる改善を織り込んでいる。

図表 4：シリコンサイクルと電子部品・デバイス工業生産（左）、SOX 指数（右）



(出所) 経済産業省、SIA、Haver Analyticsより大和総研作成

(出所) SIA、Haver Analytics、Bloombergより大和総研作成

## 改善する電子部品・デバイスと悪化する輸送機械

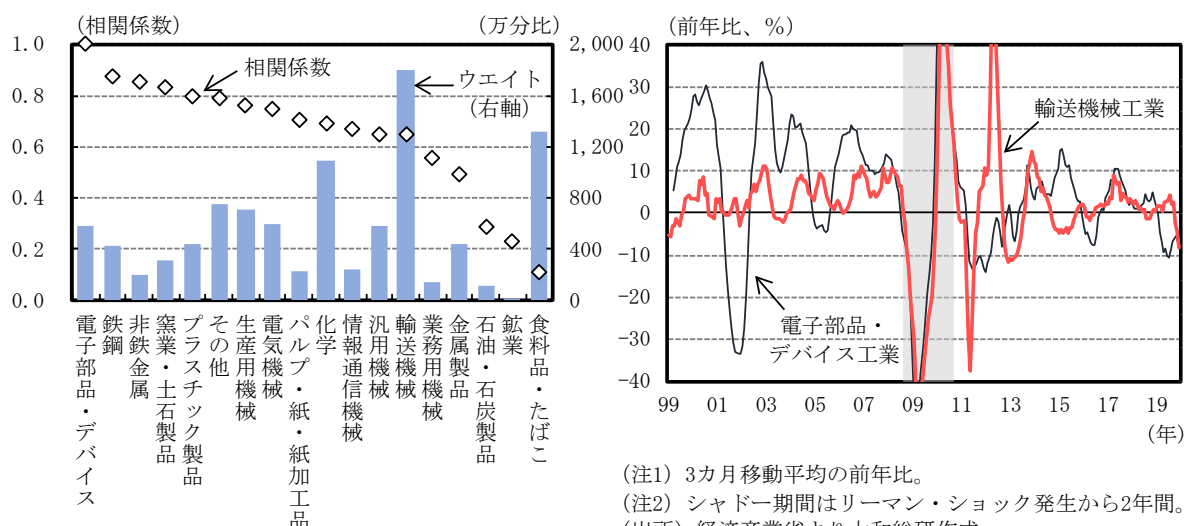
シリコンサイクルの底打ちが日本の製造業全体へと波及するか否かが、日本経済の先行きを考える上での大きな注目点と考えられよう。既述のように、半導体市場の動向の影響を直接的に受ける電子部品・デバイス工業では既に日本国内での生産に持ち直しの動きが見られているが、これ以外の業種については、生産は総じて弱含みの動きが続いている。

そこで日本国内の生産動向に関して、電子部品・デバイス工業とそれ以外の業種の過去の連動性（相関係数）を確認すると（**図表5左**）、鉄鋼や非鉄金属など、素材業種については高い連動性が確認できる。ここでの相関関係は、必ずしも電子部品・デバイス工業の生産が素材業種へ波及するという因果関係を表しているとは限らないものの、半導体需要が増加する経済環境においては、これら素材業種においても生産が持ち直す可能性が高いことを示唆する。

他方、鉱工業生産指数におけるウエイトが高い輸送機械との相関係数は0.6程度と、相対的に連動性が低く、次いでウエイトが大きい食料品・たばこについてはほぼ相関関係がない。すなわち、少なくとも統計上の関係からは、電子部品・デバイスの生産が持ち直したからといって、それに連動する形で全ての業種で生産が増加へ向かうとはいえない。

とりわけ、日本経済の先行きを考える上では、ウエイトが高く、かつ経済への波及効果が大きい輸送機械の動向が重要と考えられる。リーマン・ショック以降、電子部品・デバイスと輸送機械の生産はほぼ連動性がない状態が続いているが（2011年以降の相関係数は0.08）、足元でも電子部品・デバイス工業の生産が持ち直しに向かう一方で、これまで増加が続いてきた輸送機械では、むしろ悪化が加速している（**図表5右**）。

図表5：電子部品・デバイス工業と他業種の生産の相関（左）と業種別の生産の推移（右）

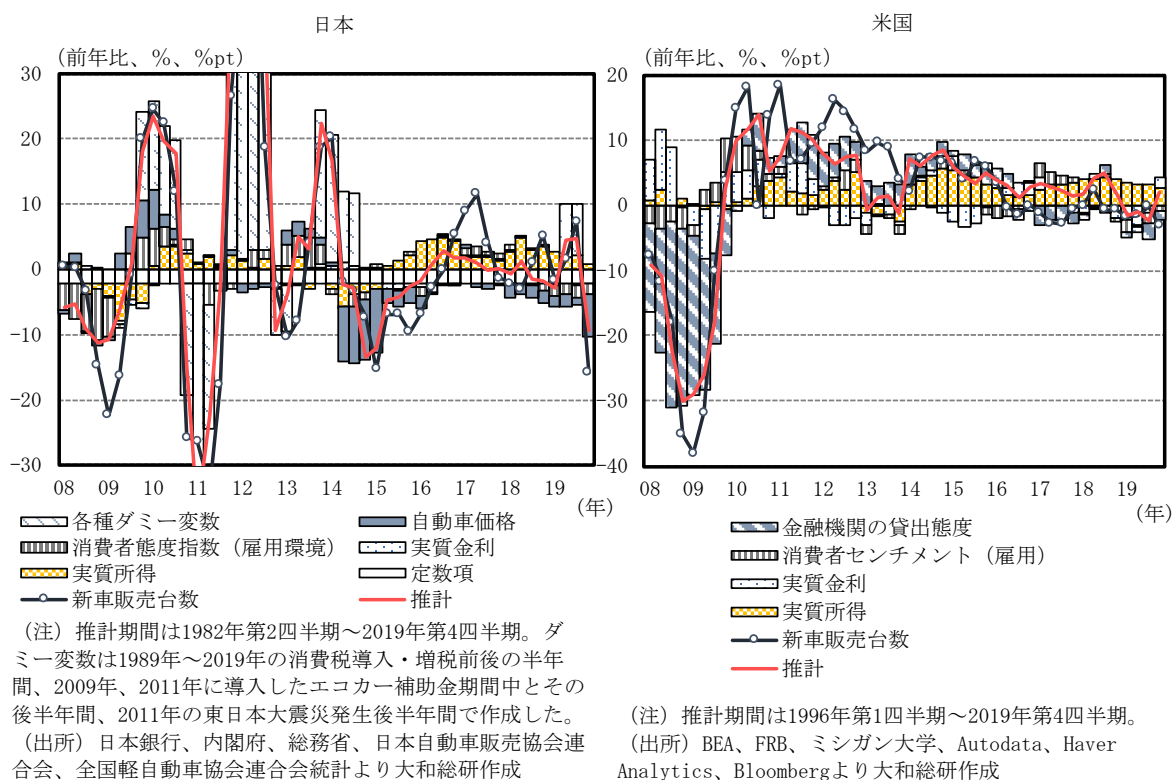


## 所得見通しに照らすと日米自動車販売は横ばい圏で推移

輸送機械の生産の減少は、国内新車販売の不振に加えて、主要輸出先である米国向け輸出の低調さを反映している。足元での低調さの要因を探るため、日米の新車販売台数を、実質所得、実質金利、消費者マインド、自動車価格（日本のみ）、金融機関の貸出態度（米国のみ）を説明変数として推計し、その変動要因を分解したものが**図表 6**である。

推計結果を見ると、日本の新車販売台数については、エコカー減税や消費増税など、制度要因による振れが大きいことが特徴となっている（**図表 6 左**）。足元でも、2019年10月の消費増税前の駆け込み需要が販売を大きく押し上げた半面、増税後は消費増税に伴う価格上昇が販売の押し下げ要因となっていることがわかる。こうした制度要因による下押しは、先行きは徐々に逓減していくことになる。また、制度要因以外で特に説明力が高い家計の所得動向の先行きについては、緩やかな増加基調が続くと見込まれることから<sup>1</sup>、足元で軟調な国内新車販売が一層下振れする可能性は高くないだろう。だが一方、所得の伸びの鈍化が見込まれることに鑑みると、先行きを楽観的にみることも難しい。

**図表 6：日米の新車販売台数推計値の要因分解**



米国に関して見ると（**図表 6 右**）、金融機関の貸出態度の悪化がリーマン・ショック直後に新車販売を大きく押し下げたほか、足元でも販売の下押し要因となっていることがわかる。米国の自動車ローンの延滞率は上昇基調が続き、リーマン・ショック時に匹敵する高さになってい

<sup>1</sup> 所得見通しについては「[第 204 回日本経済予測](#)」（2020年2月21日）参照。

ることから、金融機関がさらに貸出態度を厳格化し、先行きも新車販売を抑制する可能性には注意が必要であろう。他方、自動車販売を押し上げる要因として作用する実質所得については、先行きも緩やかな増加基調が続く公算が大きく、新車販売を下支えすると見込まれる。

なお、米国の新車販売の内訳を見ると、ここ数年来、乗用車の販売が減少する一方、SUVやピックアップトラックなどのライトトラックの販売が増加し、両者の乖離は拡大し続けている。ライトトラックについては、日本メーカーの現地生産化が進んでいるため、日本から米国に向けた輸出は、米国内の販売ほどには増加しない可能性が高い。

以上を総合すると、日米ともに新車販売の減少基調が続く可能性は低い一方で、半導体で見込まれているような力強い回復軌道を描くとも考え難い。こうした需要見通しを前提とすれば、輸送機械工業の生産についても、底割れは回避されつつ、概ね横ばい圏での推移が続くことになろう。

### 結論：鉱工業生産は緩やかに増加

ここまで見てきたように、半導体需要の回復を背景に電子部品・デバイス工業の生産の持ち直しが見込まれる一方で、足元で弱含む輸送機械については、底割れを回避しつつも、横ばい圏で推移するとみられ、両者の動きが乖離した状況が先行きも続くと思込まれる。では、こうした乖離が続いた場合に、鉱工業生産全体としてはどのような動きが想定されるだろうか。

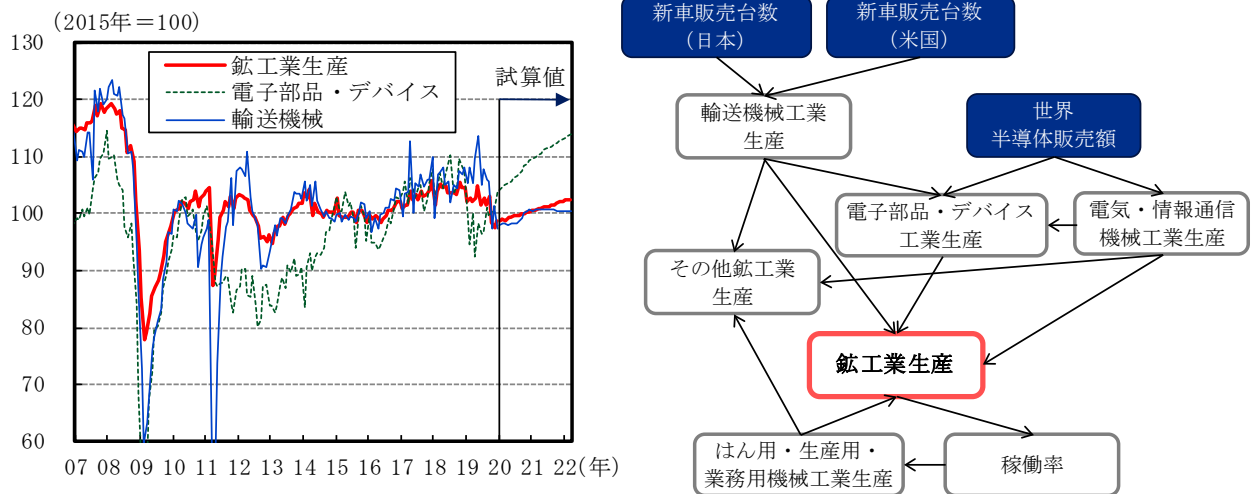
一義的には、それぞれの業種の変動にウエイトを掛け合わせたものが、鉱工業生産に対する影響度ということになるため、よりウエイトが大きい輸送機械工業の影響が強く表れることになる。しかし、現実的には各業種の生産動向が、他業種に与える波及効果も考慮する必要があると考えられる。

業種間の波及構造を踏まえて鉱工業生産の先行きを試算すると(図表7)、鉱工業生産全体は、緩やかな右肩上がりの推移が続く結果となった。シリコンサイクルの改善に沿って右肩上がりの推移を続ける電子部品・デバイスの生産と、横ばい圏で推移する輸送機械の生産の間をとる形で鉱工業生産全体は増加していく。

特に着目すべきは全体に占めるウエイトが大きい輸送機械の生産が予測期間後半にかけて鈍化する一方、鉱工業生産全体の伸びは目立って鈍化はしない点である。これは、生産の増加に伴う設備稼働率の上昇が、はん用・生産用・業務用機械を代表とする資本財需要を喚起し、それが更なる鉱工業生産の増加、稼働率の上昇という循環が発生することに起因する。

ここでの結果はあくまでモデルによる試算値であり、幅をもって解釈する必要がある。だが、電子部品・デバイスという一部業種の生産の拡大が、単純なサプライチェーン上でのつながりのみならず、様々な波及経路を通じて他業種の生産を押し上げる可能性が示唆される。



**図表 7：業種間波及を考慮した鉱工業生産の試算（左）、試算の概念図（右）**


（注）右図は概念図であり、試算モデルにおける変数間のつながりを全て示したものではありません。

試算の前提となる世界半導体販売額は、足元のSOX指数が示す水準に2021年度末に到達すると想定。

日米の新車販売台数は、図表6の推計結果に実質雇用者所得の予測値を外挿して延長。

（出所）経済産業省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、Autodata、SIA、Haver Analyticsより大和総研作成

### サプライチェーン寸断によるシリコンサイクルの下振れに警戒

前項での試算では、シリコンサイクルの改善が続くこと、および日米の新車販売台数は、家計所得の増加に見合う形で推移するという前提のもと、鉱工業生産の先行きを予測した。しかし、当然ながら、この前提条件自体が変化すれば、鉱工業生産の先行きも大きく変わることになる。そこで試算の前提となる、シリコンサイクル（世界半導体販売額）、および日米の新車販売がそれぞれ、上振れ、下振れした場合の鉱工業生産への影響を試算し、一覧にしたものが**図表 8**である。

**図表 8：シナリオごとの鉱工業生産前年比変化率（2020年度）**

		日米新車販売台数				
		▲10%下振れ	▲5%下振れ	メインシナリオ	+5%上振れ	+10%上振れ
世界半導体販売額	+10%上振れ	▲1.4%	▲0.2%	+1.0%	+2.1%	+3.3%
	+5%上振れ	▲2.2%	▲1.0%	+0.2%	+1.3%	+2.5%
	メインシナリオ	▲3.0%	▲1.8%	▲0.6%	+0.5%	+1.6%
	▲5%下振れ	▲3.9%	▲2.7%	▲1.5%	▲0.4%	+0.8%
	▲10%下振れ	▲4.7%	▲3.5%	▲2.4%	▲1.2%	▲0.1%

（出所）経済産業省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、Autodata、SIA、Haver Analyticsより大和総研作成

当社のメインシナリオでは、2020年度の鉦工業生産は前年比▲0.6%と見込んでいるが、仮にシリコンサイクルのみが5%下振れした場合、鉦工業生産は同▲1.5%まで低下幅が拡大する。一方、日米の新車販売台数が同様に5%下振れした場合の鉦工業生産は同▲1.8%となり、新車販売台数の下振れの方が、鉦工業生産全体に与える影響は大きくなることが示唆される。

ただし、目先のリスク要因としては、特にシリコンサイクルの下振れに注意が必要であろう。なぜなら、新型肺炎の流行に伴う、中国での需要減少に加えて、生産停滞、サプライチェーンの寸断による供給不足によって、足元までのシリコンサイクルの改善に水を差す可能性が高まっているからである。シリコンサイクルの下振れは、単純に半導体関連の生産を下押しするのみでなく、前項で言及した生産増加のメカニズムとは反対に、稼働率の低下などを經由して、多くの業種に悪影響が拡大するとみられ、その長期化には最大限の警戒が必要である。

—以 上—