

# 景気の局面変化を迅速に捉える 月次景況感指数作成の試み



経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎

tsaito@nli-research.co.jp

## 1—依然根強い景気の先行き不透明感

景気は2009年3月を底<sup>(注1)</sup>に回復を続けているが、先行きについては引き続き慎重な見方が多い。もともと、今回の景気回復は底入れ後も横ばい状態が長く続くL字型になるという見方が多かったが、景気の持ち直しがはっきりしてきた後も、景気が二番底に陥るとの懸念はなかなか払拭されなかった。特に、2009年11月に円高が急進し、政府がデフレ宣言を行った際にはマインド関連を中心に悪化を示す指標が増えたため、景気の先行き不透明感は一気に高まった。

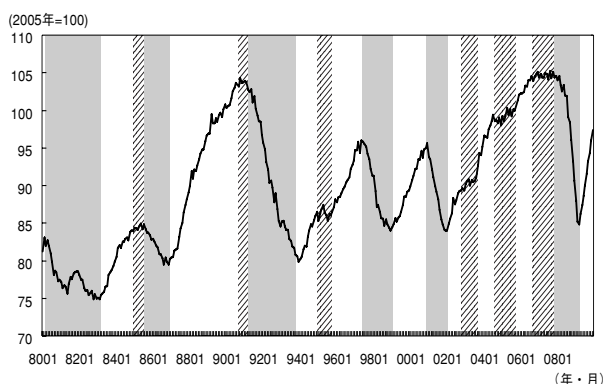
2009年10—12月期の実質経済成長率が前期比年率4.6%の高い伸びとなったこともあり、ここに来て二番底の懸念は後退しつつあるが、これまで景気を押し上げてきた各種政策効果が弱まるにつれて、景気が減速、あるいは足踏み状態に入るとの見方は依然根強い。そこで、本稿では景気への先行性が高いと考えられる月次ベースの景況感調査を用いて、景気の先行きを占ってみる。

## 2—景気の足踏み期間設定の試み

景気の足踏み状態とは、景気回復の動きが止まり、景気指標の多くがほぼ横ばい圏で推移する状態<sup>(注2)</sup>を指すが、景気足踏みの期間は正式に決められているわけではない。

そこで、ここではまず景気動向指数のC I一致指数が横ばい圏で推移する「景気足踏み」の期間を独自に設定することを試みた。具体的には、C I一致指数の3ヵ月後方移動平均の前月差が3ヵ月以上、 $0.5 \times 1$ 標準偏差分以内にとどまった場合に景気が足踏み状態に入ったとし、前月差が3ヵ

〔図表-1〕景気動向指数・C I一致指数と景気循環



(注) シャドー部分は景気後退期。直近は09年3月を景気の谷と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間  
(資料) 内閣府「景気動向指数」

月以上、0.5×1 標準偏差分以上となった場合に、その直前月までを足踏み期間とした。

このようにして、景気の足踏み期間を設定すると、1980年以降では正式な景気基準日付上は景気回復局面となっている中に、6回の足踏み状態があったということになる。このうちの3回は戦後最長となった前回の景気回復局面（2002年2月～）に記録している。また、1985年1月～、1990年9月～、2006年9月～については、景気が足踏みを続けた後、そのまま景気後退局面入りしている。

政府は、正式な景気循環の設定とは別に、景気の足踏み（踊り場）についての判断を示すことがある。たとえば、平成18年度経済財政白書では、2002年後半から2003年前半にかけてはイラク戦争とSARSの拡大のため、2004年後半から2005年前半にかけては世界的なIT関連財の在庫調整を要因として、景気は踊り場的な状況にあったとの判断を行っている。今回、景気動向指数をもとに独自に設定した足踏み期間は経済財政白書で指摘されたものと概ね一致しており、妥当な結果と言えるだろう。

景気動向指数の現状を見ると、CI一致指数は2009年3月を底として9ヵ月連続で前月差1ポイント以上の上昇を続けており、今のところ景気足踏みの兆候は見られない。

〔図表-2〕景気の足踏み期間

期 間	景気足踏みの主な要因
85/1～85/6	輸出の弱含み
90/9～91/2	設備、住宅、耐久消費財のストック調整、予防的金融引き締め
95/1～95/9	阪神・淡路大震災、急激な円高
02/11～03/08	イラク戦争、SARSの感染拡大
04/8～05/09	世界的なIT関連財の在庫調整
06/9～07/10	建築基準法改正、サブプライムローン問題、原油高

〔注〕景気の足踏み期間は景気動向指数(一致CI)に基づいて、当研究所が独自に設定したもの

### 3—月次景況感指数3指標の比較

#### 1 | 景気ウォッチャー調査

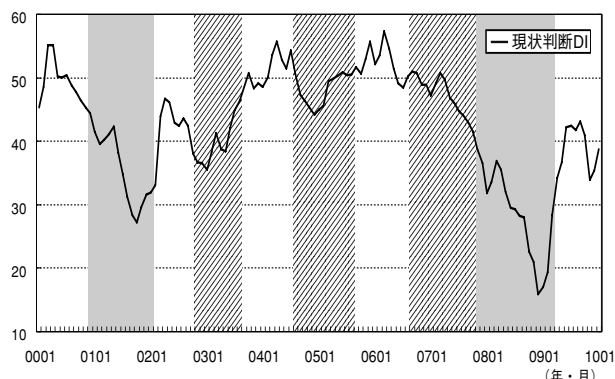
景気の順調な回復を示している景気動向指数に対して、景況感調査はそれとは異なる動きを示している。

月次ベースの景況感調査の中で代表的なものとしては、内閣府が公表している「景気ウォッチャー調査」が挙げられる。景気ウォッチャー調査の現状判断DIは2009年初めから急上昇が続いていたが、夏頃から頭打ちとなり、11月には前月から▲7.0ポイントの急低下となった。12月以降は再び上昇に転じたが、今回の景気回復局面におけるピークである9月の水準は依然下回っている。

景気ウォッチャー調査は、タクシー運転手、コンビニエンスストア店長、スナック経営者など、経済の最前線で働くことにより景気実態を肌で感じている人々が調査対象となっていることもあり、景気動向を敏感に反映する指標として知られている。

実際、2007年11月に始まった景気後退は2009年3月に終了したとみられるが、景気ウォッチャー調査の現状判断DIはそれより3ヵ月前の2008年12月に底をつけていた。さらにこの調査が開始された2000年以降の景気循環を振り返ってみると、いずれの局面（2000年11月の山、2002年1月の谷、2007年10月の山）でも、景気が転換点を迎えるよりも早く指数が反転していることが分かる。また、正式な景気の転換点に加え、景気が足踏み状態と

〔図表-3〕景気ウォッチャー調査①



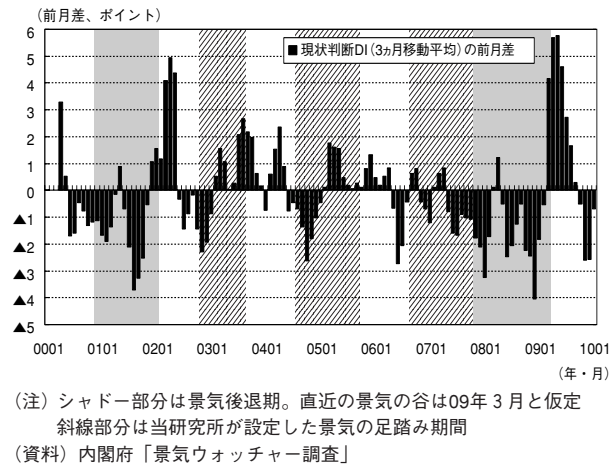
〔注〕シャドー部分は景気後退期。直近の景気の谷は09年3月と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間

〔資料〕内閣府「景気ウォッチャー調査」

いう微妙な局面に入る場合にも、指数はそれに先行して低下し始める傾向がある。たとえば、前回の景気回復局面（2002年2月～2007年10月）では、途中で少なくとも2度の踊り場（足踏み）と呼ばれる局面があったが（当研究所による今回の設定では3度）、このときも指数はそれに先行して明確な低下傾向を示していた。このことからすれば、2009年秋以降の景気ウォッチャー調査の動きは先行きの景気が足踏み状態となることを示唆していると捉えることも可能である。

ただし、同指数は月々の振れが大きいために基調が読み取りにくいことに加え、景気が明らかに後退局面にあった2001年3月から5月にかけて3ヵ月連続で指数が上昇するなど、景気の局面が変化していない期間でも指数が一時的に反転する場合があります。景気の局面変化に関して間違っただサインを出すことがあるという欠点がある。月々の振れを均すために、3ヵ月移動平均を取ってみてもこの点は解消されない。現状判断DIの3ヵ月移動平均は2009年10月以降、4ヵ月連続して前月差マイナスとなっているが、これをもって景気が足踏み状態、あるいは後退局面に陥ると判断するのは早計だろう。

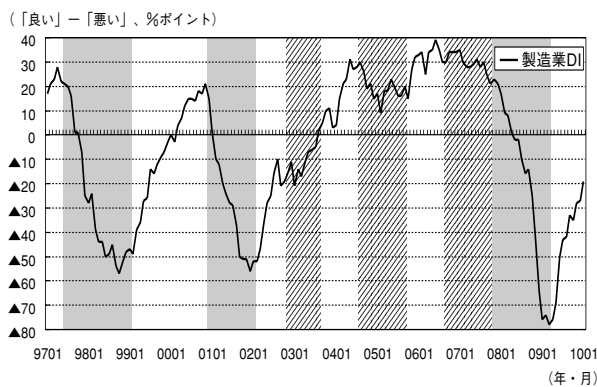
[図表-4] 景気ウォッチャー調査②



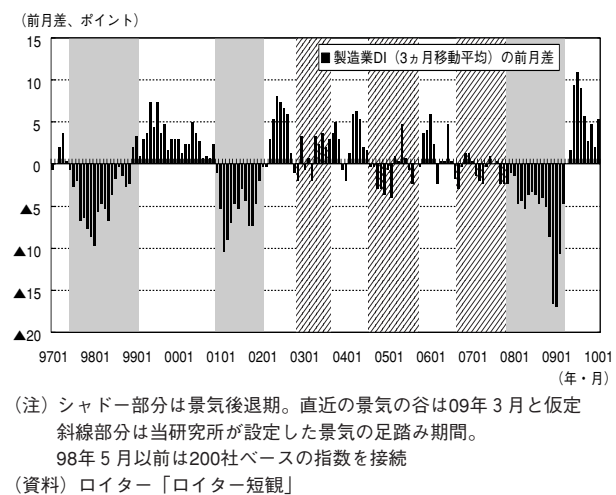
## 2 | ロイター短観

次に、景気ウォッチャー調査と同様に月次ベースで景況感の調査が実施されている「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」の動きから、景気足踏みの可能性を探ってみる。

[図表-5] ロイター短観①



[図表-6] ロイター短観②



ロイター短観（2005年7月以前はテレレート短観）は、ロイター通信社が資本金10億円以上の大企業400社（製造業200社、非製造業200社）を対象に景況感を毎月調査しているもので、日銀短観との連動性が高いことから、日銀短観の月次版と言われることもある。今回は景気との連動性が高いと考えられる製造業のDIを用いた。ロイター短観の製造業DIの動きを見ると、指数のピークとボトムは

景気の山谷とほぼ一致するか若干先行する傾向があることが分かる。ただし、景気ウォッチャー調査に比べると先行期間は総じて短い。また、景気の足踏み局面で指数が弱含む傾向はあるが、景気ウォッチャーほど基調の変化がはっきりと読み取れない場合がある（2002年～2003年のケース）。一方、比較的安定的な動きをすることから、3ヵ月移動平均の前月差の動きを見ると、景気後退期に指数が上昇するという間違っただサインを出すことはないという利点もある。

最近の動きを確認すると、2009年3月に底をつけてから6ヵ月連続で上昇した後、10月にはいったん低下したが、11月以降は再び上昇を続けている。

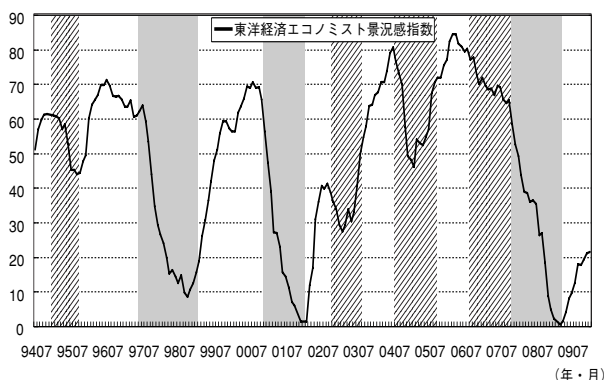
### 3 | 東洋経済エコノミスト景況感指数

東洋経済エコノミスト景況感指数は、東洋経済新報社が約40人のエコノミストを対象に毎月、足もとと半年後の景況感を調査しているもので、その結果は「東洋経済統計月報」に掲載されている。今回は足もとの景況感指数を用いた。

東洋経済エコノミスト景況感指数も、ロイター短観と同様に景気の局面変化はほぼ正確に捉えているが、景気ウォッチャー調査に比べれば先行期間は短い。ロイター短観に比べると足踏み局面で比較的是っきりした低下傾向を示している。景気の局面変化に関して間違っただサインを出すことは少なく、3指標の中では最もなだらかな動きを示している。

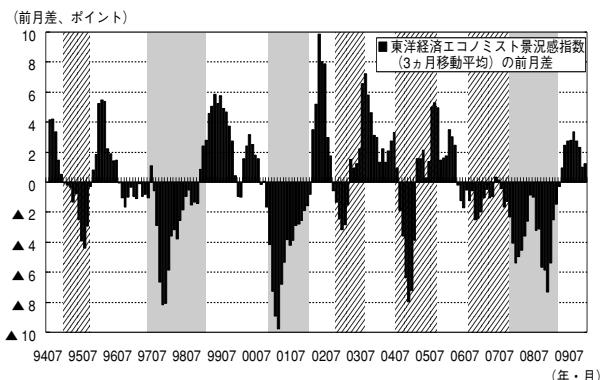
最近の動きを確認すると、2009年3月に底をつけてから6ヵ月連続で上昇した後、10月にはいったん低下したが、11月以降は再び上昇を続けており、ロイター短観と同様の動きとなっている。

【図表-7】 東洋経済エコノミスト景況感指数①



(注) シャド一部分は景気後退期。直近の景気の谷は09年3月と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間  
(資料) 東洋経済新報社「東洋経済統計月報」

【図表-8】 東洋経済エコノミスト景況感指数②



(注) シャド一部分は景気後退期。直近の景気の谷は09年3月と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間  
(資料) 東洋経済新報社「東洋経済統計月報」

## 4— 「月次景況感総合指数」作成の試み

ここまで見てきたように、「景気ウォッチャー調査」は景気への先行性に優れているが、安定性に欠けるといふ短所がある。一方、「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」は先行性が若干劣るものの、安定性に優れている。そこで、3つの指標を組み合わせることにより、景気の局面変化を迅速かつ正確に把握することを目的とした「月次景況感総合指数」の作成を試みた。

具体的な指数の作成手順は以下のとおりである。調査ごとに指数の算出方法<sup>(注3)</sup>、指数の水準、変

動幅などが異なるため、まず各指数の3ヵ月後方移動平均の前月差を各指数の標準偏差で割ることにより平仄を合わせた上で3指標の前月差の平均値を求める。この値を毎月積み上げることにより指数化したものを「月次景況感総合指数」(2005年1月=100)とした。ただし、景気ウォッチャー調査は季節性が強い(注4)、当研究所で独自に季節調整をかけた指数を用いた。なお、景気ウォッチャー調査は2000年1月が調査開始となっているため、それ以前の指数はロイター短観、東洋経済エコノミスト景況感指数の2指標の平均を用いている。

このようにして作成した月次景況感総合指数の動きを確認すると、指数開始の1996年6月以降で内閣府が正式に認定している景気の山谷は5回あるが、その全ての局面で実際に景気が転換するよりも早く指数が反転している。また、当研究所が独自に設定した景気の足踏み期間でも、当指数の動きは先行している。このことから、月次景況感総合指数は、景気の局面変化をかなりの的確に捉えていることに加え、一定の先行性も有しているとみることができる。

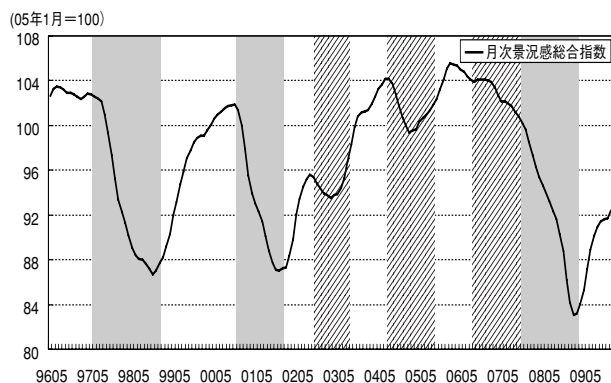
また、日本の景気指標の多くは月々の振れが大きいために基調が読み取りにくいという問題点を抱えているが、当指数はいったん方向が変化した場合にはそれが一定期間継続することがほとんどであり、安定性にも優れている。たとえば、月次景況感総合指数の前月差がプラスからマイナスに転じた場合には、先行きもしばらくは指数が低下し続ける確率が高いということになる。足踏みという微妙な動きも含めた景気の局面変化を見極めるのに有用な指標と言えるだろう。

[図表-9] 月次景況感総合指数の景気への先行性

	年/月	指数の山谷	先行期間
景気の山	97/05	96/07	10ヵ月
景気の谷	99/01	98/11	2ヵ月
景気の山	00/11	00/10	1ヵ月
景気の谷	02/01	01/12	1ヵ月
足踏み開始	02/11	02/09	2ヵ月
足踏み終了	03/08	03/03	5ヵ月
足踏み開始	04/08	04/07	1ヵ月
足踏み終了	05/09	05/02	7ヵ月
足踏み開始	06/09	06/02	7ヵ月
景気の山	07/10	—	—
景気の谷	09/03	09/02	1ヵ月

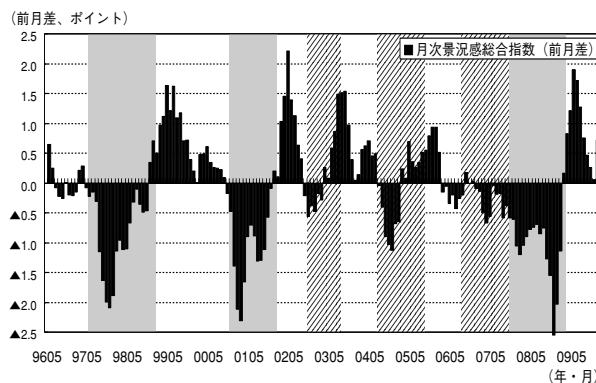
(注) 景気の山谷は内閣府が設定したもの。ただし、直近の谷は非公式足踏み期間は当研究所が設定したもの

[図表-10] 月次景況感総合指数①



(注) シェード部分は景気後退期。直近の景気の谷は09年3月と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間  
「景気ウォッチャー調査」、「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」をもとに当研究所作成

[図表-11] 月次景況感総合指数②



(注) シェード部分は景気後退期。直近の景気の谷は09年3と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間  
「景気ウォッチャー調査」、「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」をもとに当研究所作成

## 5—月次景況感総合指数の意義と最近の動向

景気の局面判断をする上で代表的かつ信頼性の高い景況感調査といえば、日本銀行の「企業短期経済観測調査(日銀短観)」が挙げられる。実際、日銀短観の大企業・製造業の業況判断DIは景気循

環との連動性が非常に高い。ただし、四半期調査であることから月々の景気の微妙な動きまでは把握できないため、必ずしも景気の局面変化を迅速に捉えられるとは限らないという問題もある。

月次ベースの景況感調査は、かつてはそれほど注目度が高くなかった。しかし、2000年に景気ウォッチャー調査が開始され、同調査の景気への先行性が認識されるようになってから、それ以外の月次景況感調査に対する注目度も高まっているように思われる。月次ベースの景況感調査はそれぞれ特有の癖があることには注意が必要だが、景気の局面変化を正確かつ迅速に把握するための有用な指標といえるだろう。

本稿では景気への先行性の高い「景気ウォッチャー調査」と安定性の高い「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」を組み合わせて加工することで、先行性と安定性の両方を兼ね備えた指数の作成を試みた。過去の動きからすればこの目的は概ね達成できたように思われるが、真価が問われるのは今後の景気の局面変化をどれだけ正確に予測できるかどうかだろう。

最近の月次景況感総合指数の動きを確認すると、2009年3月以降11ヵ月連続で上昇しているが、上昇幅は2009年6月の前月差1.9ポイントをピークに縮小を続け、12月には前月差0.1ポイントとなった。ロイター短観、東洋経済エコノミスト景況感指数の上昇テンポが鈍化する中、円高の急進、政府のデフレ宣言などを受けて、景気ウォッチャー調査の現状判断D Iが急低下したことが指数を大きく押し下げた。景気は2009年末にかけて順調な回復を続けるか足踏み状態に陥るかの瀬戸際にあったことを示していたといえよう。2010年1月には景気ウォッチャー調査の持ち直しなどを受けて上昇幅が0.7ポイントまで再拡大し、とりあえず踊り場局面入りのサイン点灯は避けられたが、引き続き景気が微妙な局面にあることには変わりがない。月次ベースの景況感調査の今後の動向が注目される。

---

(注1) 正式な景気の谷は景気動向指数研究会の議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所所長が設定するが、ここでは景気動向指数の一致指数11系列の過半数が底をつけた2009年3月を景気の谷と仮定して議論を進める。

(注2) このような状態のことを「足踏み」という場合と「踊り場」という場合がある。「踊り場」は一時的な景気の中だるみにとどまり、その後再び回復の動きがはっきりしてくる場合を指し、「足踏み」はそのまま景気後退局面に入ってしまう場合も含まれると考えられるが、一般的には必ずしも明確に使い分けられているわけでない。本稿ではより広い範囲の意味を持つ「足踏み」を用いることにする。

(注3) 3指標の指数作成方法は以下のとおり。

景気ウォッチャー調査

景気の現況に対する5段階の判断にそれぞれ点数（良くなっている+1 やや良くなっている+0.75 変わらない+0.5、やや悪くなっている+0.25 悪くなっている0）を与え構成比（%）に乗じてD Iを算出

ロイター短観

各社の業況に対する判断（良い、さほど良くない、悪いから）のうち「良い」との回答割合から「悪い」の回答割合を差し引いてD Iを算出

東洋経済エコノミスト景況感指数

景況感に対する5段階の判断にそれぞれ点数（良い100、やや良い75、どちらとも言えない50、やや悪い25、悪い0）を与え平均をとって算出

(注4) たとえば、3月の現状判断D Iは調査が開始された2000年から2009年までの10年間全てで前月に比べ改善している