

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

## ニッセイフラッシュ・ニッセイ景気動向判断指数 ~春頃に景気はピークへ~

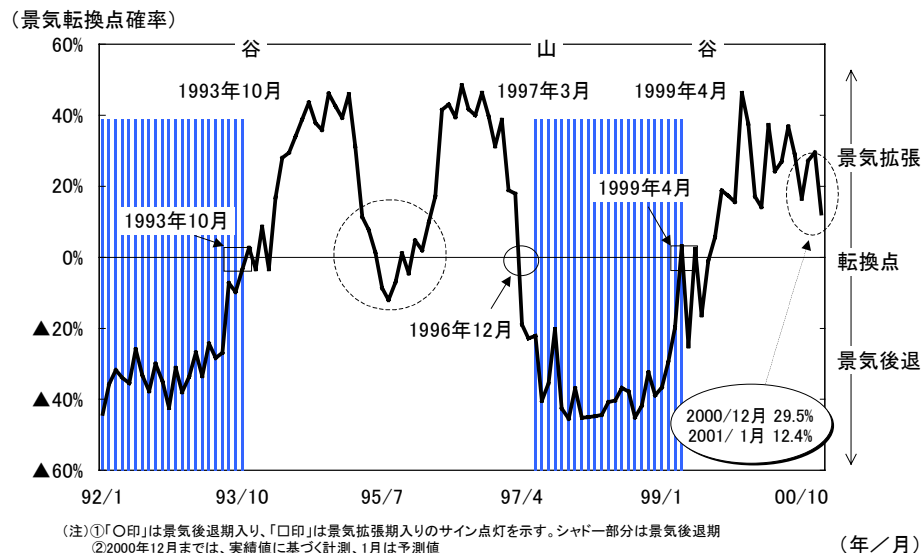
### <今週の焦点：ピークに向かう景気>

1月のNBIは12.4%と引き続きプラスを維持しているが、12月の29.5%と比べ大きく低下した。国内では個人消費の低迷が続いている上に、米国経済の減速から輸出が鈍化することが見込まれ、春頃には景気がピークを迎える可能性が高くなってきた。

### <ニッセイフラッシュ・ニッセイ景気動向判断指数(NBI)>

1月のニッセイフラッシュは前月比マイナス1.6%と2ヶ月ぶりにマイナスに転じる可能性が高い。10-12月期は前期比プラス0.8%と引き続きプラスを維持した。1月のNBIも、12.4%と大きく低下したが、プラス(景気回復局面)を維持した。

## ニッセイ景気動向判断指数(NBI)の推移



副主任研究員 日向 雄士(ひゅうが たけし) (03)3597-8046 thyuga@nli-research.co.jp

チーフエコノミスト 樋 浩一(はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

## ＜今週の焦点＞ ピークに向かう景気

1月のニッセイ景気動向判断指数(NBI)は12.4%と引き続き景気の回復局面を意味するプラスを維持しているが、12月の29.5%に比べ大きく低下した。個人消費の低迷など国内需要の弱さに加えて、米国経済の急速な減速から輸出が鈍化し、増加基調にあった設備投資の伸びが今後鈍化して、春頃には景気がピークを迎える可能性が高くなってきた。

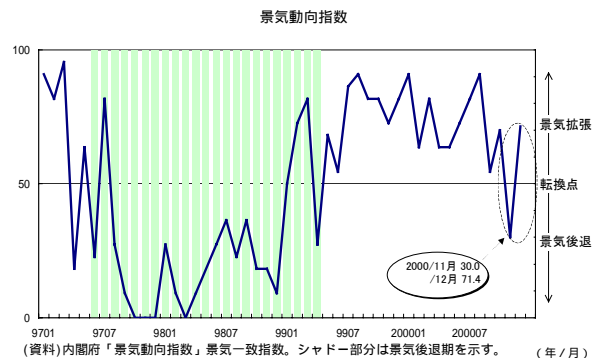
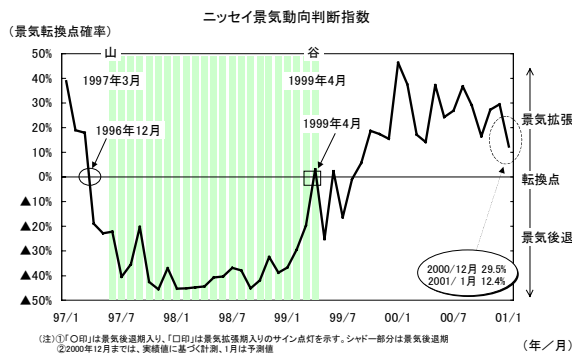
### 景気動向指数とニッセイ景気動向判断指数(NBI)

10-12月期の米国実質経済成長率がプラス1.4%(前期比年率)と2000年年間成長率プラス5.0%に比べ大幅な減速となり、1-3月期は成長率が更に低下するとの予測が優勢となっている。これまで国内景気の牽引役となってきたIT産業も米国(外需)に対する依存度が高いことから、米国の景気減速に伴って国内景気の先行きに対する懸念が更に強まっている。

こうした中、11月の景気動向指数が、先行系列は8ヶ月振り、一致系列は19ヶ月振り、遅行系列は4ヶ月振りに50%を下回ったため、景気局面を巡る議論が一層高まった。2月5日に発表された12月の景気動向指数(速報値)では、一致系列は71.4%、先行・遅行系列は50.0%と再び上昇したものの、既に景気は後退しているとする説もある。

一方、ニッセイ景気動向判断指数(NBI)は一貫して景気回復局面を示すプラスとなっている。ただしNBIでもマイナスにはならなかったものの、10月に16.5%と9月までの30%前後の水準から大幅に低下しており、夏場における高水準の経済活動の反動が観測できる。

このように、3ヶ月前の経済指標との比較により作成されている景気動向指数が11月に一時的に低下したことと、10月にかけてのNBIの一時的な低下は、共に8月の経済活動が高かったことに原因がある。両指数のその後の反転と合わせて考慮すると整合的な動きをしていると判断できる。



## 景気 8 月ピーク説の検証

### 1) 8 月ピークの多い一致系列採用指数

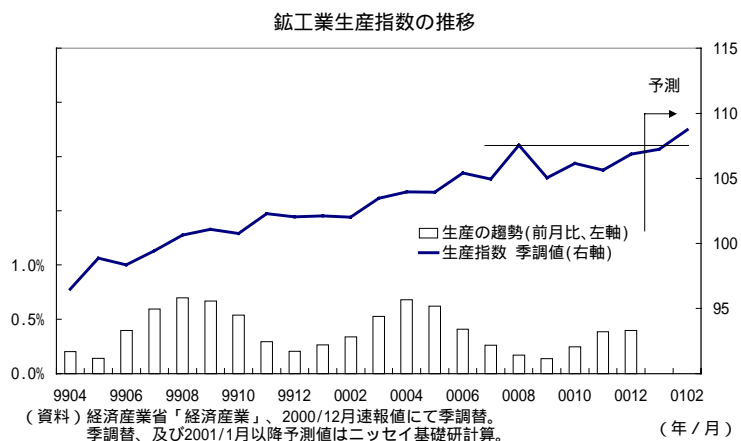
現在の時点では、景気動向指数の一致系列に採用されている指数のうちで、生産指数、原材料消費指数、大口電力使用量、稼働率指数、中小企業売上高の 5 系列で 8 月の値がピークとなっている。そのため、99 年 4 月を谷とした今回の景気拡張局面は 2000 年 8 月がピークだったと見ることもできる。この場合、今回の景気拡張期は過去最短の 16 ヶ月となり、これまでの 22 ヶ月を抜き、過去最短を更新することになる。

2000 年 8 月の鉱工業生産指数（季節調整値）が直近のピークとなっているだけでなく、その後製造工業生産予測調査が景気後退期にしばしば見られる、実現率・予測修正率が共にマイナスを記録しつづけるという状態になっている。こうした点は景気に変調が生じていることを示唆していることは確かであるが、8 月が景気のピークだったとするには幾つかの問題があろう。

### 2) 鉱工業生産の伸びは鈍化しているが続いている

鉱工業生産指数は 9 月に前月比マイナス 3.4% の大幅な落ち込みとなった後は再び増加基調が続いている。季節調整に用いられる X12-ARIMA を使って趨勢成分を取り出してみても依然として前月比で増加傾向が続いていることが見て取れる。製造工業生産予測調査の実現率・予測修正率のマイナス傾向を考慮しても、2、3 月には 8 月の生産指数のレベルを超える可能性が高いであろう。

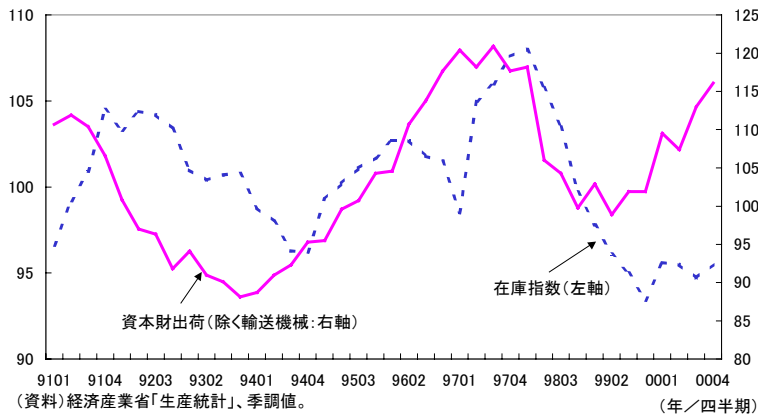
\*: 鉱工業生産指数の 8 月の水準に達するには、12 月の速報値から今後 1.2% 上昇する必要がある。予測調査では 2 月までに 2.6% の上昇が予測されている。



鉱工業生産指数は年間データが確定した後に年間補正が行われ、この際に季節調整値も改訂される。8 月の鉱工業生産指数の水準は前後の 7 月、9 月に比べて著しく高いために、年間補正で下方に修正される可能性が高いであろう。2000 年 12 月の速報値までのデータを利用して季節調整をかけ直してみると、8 月の生産指数は若干低下することになる。これも鉱工業生産のピークが 2、3 月以降となると考えられる要因の一つである。

鉱工業生産の増加傾向が1月以降もしばらく続くという見方は、在庫水準がバブル崩壊以降の最低水準で推移していることや機械受注が堅調な増加を続けており、それを受けて資本財出荷(12月の季調済生産・出荷指数は8月の水準を超えている)が増加を続けているなど、設備投資が依然として堅調な動きを続けていることとも整合的である。

低水準の在庫と堅調な伸びの続く資本財出荷



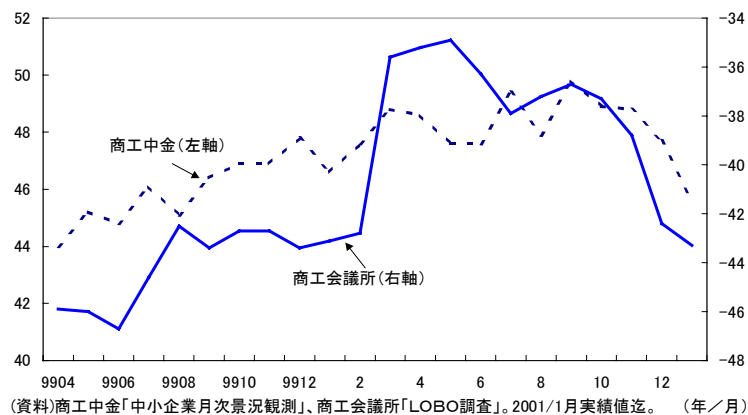
## 1月のNBIの低下が意味するもの

しかし、企業の業況判断の改善は足踏み状態にあり、収益の改善を背景に増加を続けてきた設備投資の伸びが次第に鈍化する可能性が高い。消費者のマインドの改善傾向が続くかどうかについても懸念が出てきた。

### 1) 景気牽引役の企業部門の先行きに暗雲

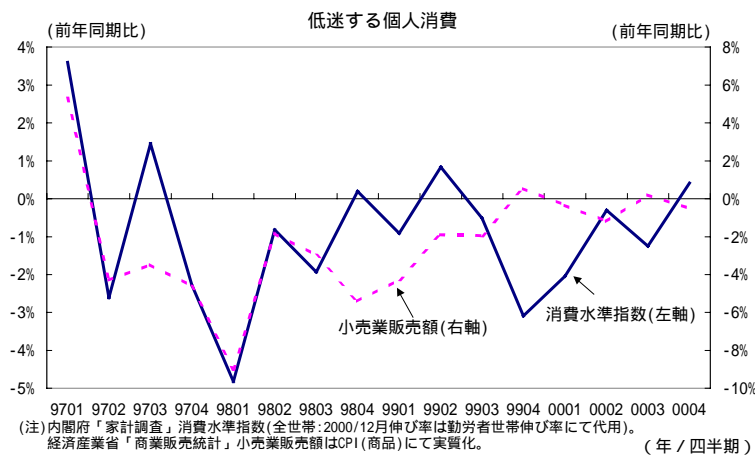
12月の日銀短観では業況判断DIの改善に足踏みが見られ、法人企業動向調査では景気見通しBSI(全産業)が10-12月期(実績)、1-3月期(見通し)とも前期に比べ悪化した。特に今回の景気回復の牽引役となってきた製造業大企業の先行き予測が悪化した点は先行きの懸念材料である。また、中小企業の業況判断は各種月次調査で悪化が特に鮮明になっており、年明け後の低下は拡大している。

中小企業業況判断の推移

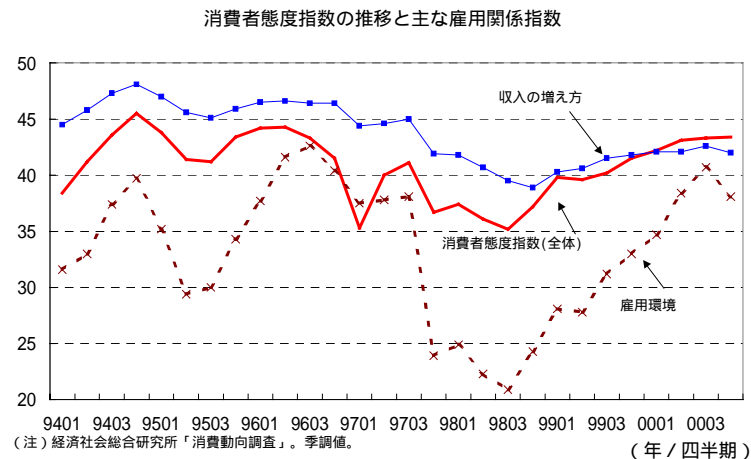


## 2) 低迷が続く消費

企業業績の回復に伴い家計の雇用環境・所得環境が徐々に改善し、消費も徐々に回復に向かうというのがこれまでの景気見通しの中心的な見方であった。しかし、景気の底打ちから1年半以上経っているにもかかわらず、これまでのところ個人消費は低迷を続けている。夏のボーナスは前年比プラス0.5%となったものの、企業活動に先行きの懸念が生じ始めていることを受けて、冬のボーナスは夏に比べ伸び率が悪化した可能性が高く、これまでの企業収益の改善は家計所得の伸びにはあまり結びついていない。



内閣府の消費動向調査では、12月の消費者態度指数が前期比プラス0.1%とわずかではあるが上昇傾向を維持し、消費者心理の改善が続いていることが確認できた。しかし内訳をみると、今景気回復局面で消費者態度指数の改善を支えてきた「収入の増え方」や「雇用環境」といった項目が前期比マイナスとなっており、企業業績の先行きに対する懸念が既に消費者心理に影響を与え始めていると考えられる。このため消費の改善に多くを期待することは難しいだろう。





## 春頃に景気はピークへ

現在は設備投資の増加に支えられた生産活動の上昇トレンドが続いていること、12月の景気動向指数の一致指数が50%を再び越えたことなどから、まだ景気回復局面にあると考えられる。しかし、1-3月期に米国経済がさらに減速しその影響が世界全体に波及すれば輸出が一層鈍化することは避けられないだろう。機械受注の動向からみて民間企業の設備投資が急に減少することは見込まれないが、堅調に推移している設備投資も今後伸びが鈍化しピークを迎える可能性が高い。

1月のNBIは12月に比べて大幅に低下したものの、景気回復局面を示すプラスを維持している。しかしNBIの推計に使用している指標の中で今後家計支出に関連した、最終需要財在庫率、建築着工床面積、新設住宅着工床面積、新車登録届出台数などの指標が悪化することが見込まれ、NBIは2月以降さらに悪化するであろう。こうしたNBIの動きは今後数ヶ月後に景気はピークをつけ、景気後退に至る可能性が高いことを意味している。

99年4月を谷に始まった今回の景気回復局面は、約2年となる春頃にはピークを迎える可能性が高まった。

## <ニッセイフラッシュ・ニッセイ景気動向判断指数(NBI)>

### ニッセイフラッシュ：1月は前月比1.6%の低下

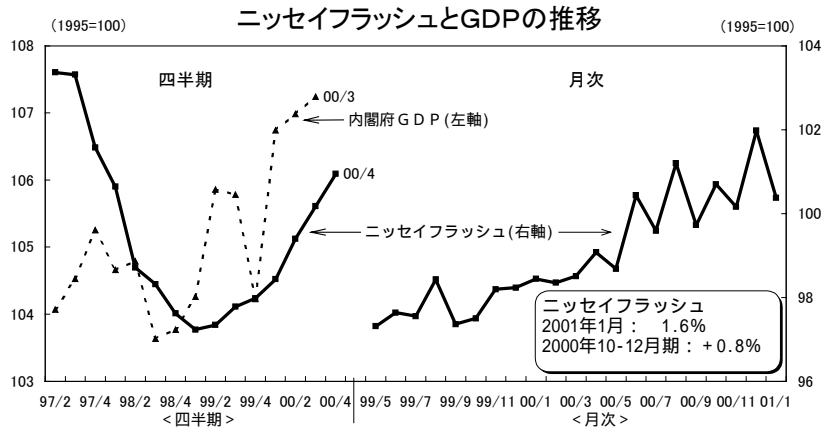
1月のニッセイフラッシュは、製造業、建設業、第3次産業が全てマイナスとなるとみられることから、全体で前月比1.6%の低下となる見込み。

四半期ベースでみると10-12月期は、7-9月期に引き続き、前期比プラス0.8%となったと推計される。

### 「ニッセイフラッシュ」の動き

	[月次] 実績値による推計 予測値				[四半期] 予測値		
	2000/10	2000/11	2000/12	2001/1	00/4-6	00/7-9	00/10-12
<b>ニッセイフラッシュ</b>	<b>100.7</b>	<b>100.2</b>	<b>102.0</b>	<b>100.4</b>	<b>99.4</b>	<b>100.2</b>	<b>100.9</b>
前期比	1.0%	0.5%	1.8%	1.6%	1.0%	0.8%	0.8%
前年同月比	(3.1%)	(2.1%)	(2.5%)	(3.2%)	(2.2%)	(2.3%)	(2.6%)
建設業	1.0%	0.0%	1.1%	0.3%	0.8%	1.0%	0.5%
製造業	2.2%	1.2%	2.5%	1.0%	2.6%	0.8%	0.9%
第3次産業	0.7%	0.3%	1.6%	2.0%	0.5%	1.0%	0.9%

(注) 2000年12月までは、公表実績値にもとづき推計。  
季節調整方法はX12-ARIMAを使用。



(注) 「ニッセイフラッシュ」は、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成  
2000年12月までは、公表実績値にもとづき推計

1月は製造業が前月比マイナス1.0%、建設業がマイナス0.3%、第3次産業がマイナス2.0%とともに2ヶ月ぶりのマイナスとなる。

昨夏以降、ニッセイフラッシュの各月の変動が大きく景気の動向が判りにくいですが、四半期ベースで見ると10-12月期まで前期比プラスが続いている。

## ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) : 1 月 12.4% ( 「 今週の焦点 」 参照 )

1月のNBIは12.4%となる見込み。NBIはプラスを維持しているものの、12月の29.5%からかなりの低下となった。足下の景気は引き続き回復局面にあると考えられるものの、回復力が低下してきている可能性が高い。

\*:今回、建設着工床面積、新設住宅着工床面積、新車新規登録・届出台数(乗用車)の季節調整替に伴い、NBIを過去に遡って改訂した。

### 「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」の動き

	[ 月次 ]			予測値
	2000/10	2000/11	2000/12	2001/1
ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	16.5%	27.2%	29.5%	12.4%

(注) 「ニッセイ景気動向判断指数」とは、景気の転換点を確率的に予測するモデル数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す

### < 基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - >

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
99/10	18.8%	97.5	0.1%	▲0.9%	▲1.0%	6.9%
99/11	17.4%	98.2	0.7%	0.2%	▲0.4%	5.1%
99/12	15.5%	98.2	0.0%	▲0.4%	▲0.8%	-3.1%
00/1	46.4%	98.4	0.2%	1.7%	2.7%	-5.4%
00/2	37.5%	98.4	▲0.1%	0.2%	0.6%	-3.1%
00/3	17.1%	98.5	0.2%	0.9%	▲0.2%	1.6%
00/4	14.2%	99.1	0.6%	▲0.6%	0.0%	2.6%
00/5	37.3%	98.7	▲0.4%	0.0%	▲0.4%	12.8%
00/6	24.3%	100.4	1.8%	1.2%	1.1%	17.0%
00/7	26.9%	99.6	▲0.8%	▲1.2%	▲1.4%	12.7%
00/8	36.8%	101.2	1.6%	1.0%	0.5%	14.2%
00/9	29.0%	99.7	▲1.5%	▲0.6%	▲0.4%	9.4%
00/10	16.5%	100.7	1.0%	0.3%	0.7%	6.5%
00/11	27.2%	100.2	▲0.5%	0.2%	0.1%	5.5%
00/12	29.5%	102.0	1.8%	0.5%	0.5%	-1.1%
01/1	12.4%	100.4	▲1.6%			-3.4%
01/2						-1.4%

(注1)NBIは個別系列の季節調整替に伴い、2001/1月に過去に遡りてデータを改訂

(注2)ニッセイ為替インデックスは、日本のGDPの基準改訂にともない遡及改訂(2001年1月)

#### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。

直近レポートは Weekly 「エコノミスト・レター」 2001年1月26日号参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

直近レポートは Weekly 「エコノミスト・レター」 2001年2月2日号参照。





## 経済指標発表予定

2001年2月~

公表日	日本		米国		前月実績	
	統計等	基礎研予測 ( )は実績	前月実績	統計等		
2/12 月						
2/13 火				1月小売売上高(前月比)	0.1%	
2/14 水	8:50	12月経常収支(季調値)	0.44兆円	1.00兆円		
2/15 木				1月輸出物価(前月比)	▲0.1%	
				1月輸入物価(前月比)	▲0.5%	
2/16 金				1月生産者物価(前月比)	0.0%	
				1月鉱工業生産(前月比)	▲0.5%	
				1月設備稼働率	80.6%	
				1月住宅着工件数(年率)	157.5万件	
2/19 月						
2/20 火						
2/21 水	8:50	12月第3次産業活動指数(前月比)	▲0.4%	0.6%	12月貿易収支	▲330億ドル
	8:50	12月全産業活動指数(前月比)	0.5%	0.4%	1月消費者物価(前月比)	0.2%
				1月実質賃金(前月比)	▲0.4%	
2/22 木						
2/23 金	-	1月通関貿易収支(速報)(季調値)	0.59兆円	0.46兆円		
2/26 月	8:50	1月商業販売統計(小売業)(前年比)	▲0.8%	▲0.9%		
2/27 火				1月耐久財新規受注(前月比)	2.1%	
2/28 水	8:50	1月鉱工業生産(前月比)	0.2%	1.5%	4Q実質GDP(前期比年率)(advanced)	1.4%
	-	金融政策決定会合(日銀)	-	-		
	14:00	1月住宅着工戸数(前年比)	▲2.3%	10.6%		
	-	1月有効求人倍率	0.67	0.66		
3/1 木		2月新車登録台数(乗用車含軽)(前年比)	▲2.6%	▲2.3%	1月名目個人所得(前期比)	0.4%
				1月名目個人消費(前期比)	0.3%	
				2月NAPM指数(製造業)	41.2%	
3/2 金	8:00	1月失業率	4.9%	4.8%		
	8:00	1月CPI(全国、総合)	▲0.1%	▲0.2%		
	8:00	2月CPI(東京都区部)	▲0.4%	▲0.4%		
	8:00	1月家計調査(勤労者、名目)	▲1.1%	0.5%		

(注1) ( )内の数値は実績値

(注2) 通関統計・国際収支は季調値、公表日は未定。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)