

Weekly エコノミスト・レター

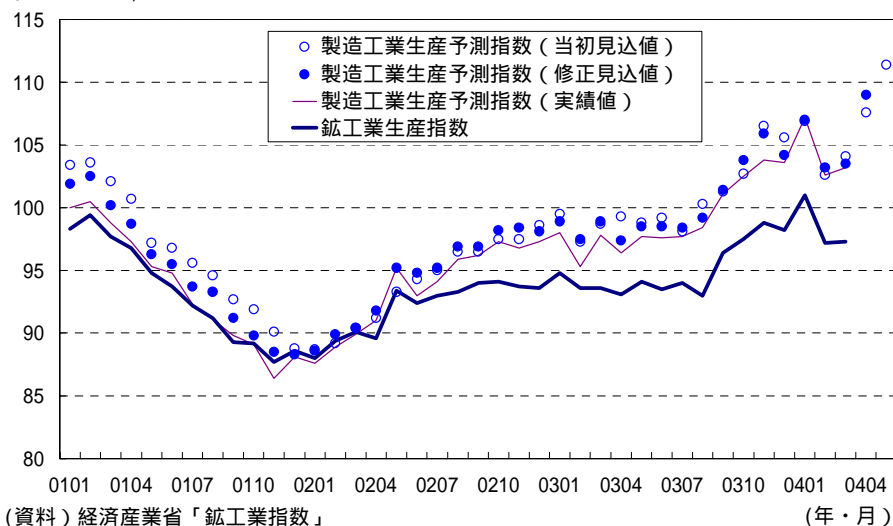
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

鉱工業生産は再加速するのか

< 鉱工業生産指数と予測指数の関係 >

- 1-3月期の鉱工業生産指数は前期比0.3%とほぼ横這いとどまったが、製造工業生産予測指数（以下、予測指数）は4月が前月比5.6%、5月が同2.2%と高い伸びが見込まれていることから、鉱工業生産は4-6月期に再加速するという見方が強まっている。
- 鉱工業生産指数の4、5月分を予測指数（見込値）の伸びを用いて延長し、6月を横這いと仮定すると、4-6月期の生産は前期比5.8%と非常に高い伸びとなる。
- 予測指数は生産の先行きを見る上で重要な指標であるが、予測指数の見込値は下方修正される傾向があり、さらに最近では予測指数の実績値が生産指数を大幅に上回っている。2003年度平均では予測指数（実績値）の伸びが5.9%だったのに対し、鉱工業生産指数の伸びは3.4%にとどまった。
- 4-6月期の鉱工業生産指数の伸びは、予測指数の見込値を用いて機械的に算出した前期比5.8%を大きく下回る可能性が高い。

(2000年=100) 乖離する鉱工業生産指数と製造工業生産予測指数の動き



シニアエコノミスト 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3597-8416 tsaito@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/>

＜ 鉱工業生産は再加速するのか ＞

1-3 月期の鉱工業生産指数は前期比 0.3% となり、昨年 10-12 月期の前期比 3.9% から伸びが大きく鈍化した。しかし、製造工業生産予測指数（以下、予測指数）は 4 月が前月比 5.6%、5 月が同 2.2% と大幅な伸びが見込まれていることから、生産は 4-6 月期には再加速するという見方が広がっている。経済産業省も生産の基調判断を「持ち直しの動きが見られる」から「緩やかな上昇傾向」に上方修正したが、これは予測指数の動きから生産の伸びが今後高まる可能性が高いと見ているためと考えられる。

鉱工業生産指数の 4、5 月分を予測指数（見込値）の伸び率を用いて延長し、6 月を横這いと仮定すると 4-6 月期の生産は前期比 5.8% の大幅増加となる。しかし、実際に生産の伸びがこれほど高くなることはないだろう。

製造工業生産予測指数とは

予測指数は、製造工業の主要 181 品目（鉱工業生産全体では 521 品目）につき、それぞれの主要企業から生産数量の当初見込み、修正見込み、実績について報告された結果を 2000 年 = 100 として指数化したものである。さらにその指数をもとにして予測修正率、実現率が公表される。予測修正率とは、当初見込値が 1 ヶ月経過して修正見込値となったときにどれだけ修正されたかを見るもの、実現率とは、修正見込値が 1 ヶ月経過して実績値となった場合にどの程度実現されたかを見るものであり、

予測修正率 = 今回調査による修正見込み指数 / 前回調査による当初見込み指数

実現率 = 今回調査による実績指数 / 前回調査による修正見込み指数

で表される。

鉱工業生産と製造工業生産予測指数の公表スケジュール（例）

	公表日	4月下旬	5月下旬	6月下旬
鉱工業生産指数3月分		実績値		
鉱工業生産指数4月分			実績値	
鉱工業生産指数5月分				実績値
予測指数 3月分		実績値		
予測指数 4月分		修正見込値	→ 実現率 →	実績値
予測指数 5月分		当初見込値	→ 予測修正率 →	修正見込値 → 実現率 →
				実績値

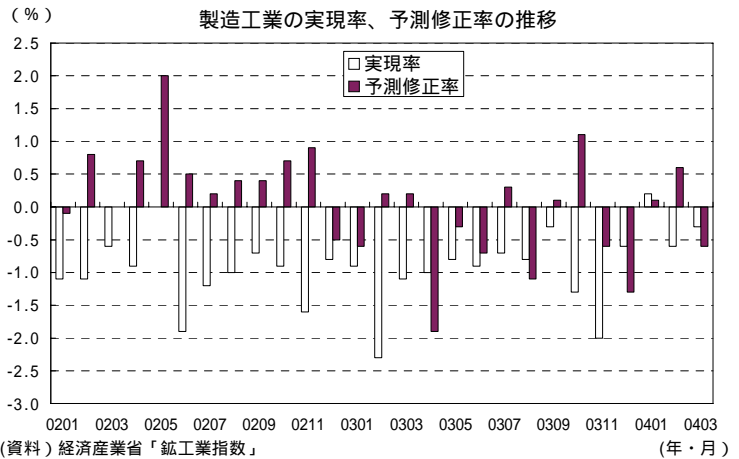
予測指数は、生産動向の先行きを見る上で重要な役割を担っている。鉱工業生産指数よりも 2 ヶ月先の指数（伸び率）を知ることができるため（たとえば、鉱工業生産指数 3 月分の公表時には 5 月分までの予測指数が公表される）今後の鉱工業生産の動きを予測することが可能だからである。鉱工業生産指数（前月比）と予測指数（前月比）の相関係数を計測してみると、当初見込

み指数とは 0.69、修正見込み指数とは 0.80、実績指数とは 0.87 となっている（計測期間は 1998 年 1 月～2004 年 3 月）。当然のことながら、予測指数が実績に近づくほど鉱工業生産との相関が高くなるが、当初見込み段階でも比較的高い相関があり、予測指数が鉱工業生産指数の先行きを見る上で有効な指標であることは間違いない。

ただし、最近の予測指数を見る場合には、以下の 2 点に留意する必要がある。

予測指数（見込値）の下方修正続く

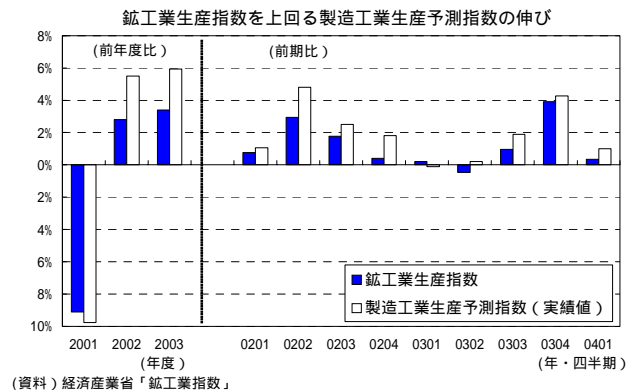
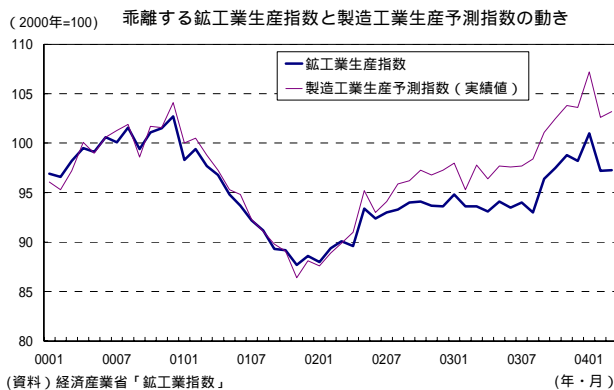
留意点のひとつは、予測指数の見込値は下方修正される傾向があることである。1980 年から直近までの各月の予測指数の修正状況を見ると、平均（月次）で予測修正率は 0.1%、実現率は 0.5%となっている。景気が後退している時ほど下方修正幅が大きいという特徴はあるが、景気回復局面においても下方修正される傾向が見られる。今回の景気回復が始まった 2002 年 1 月以降の予測修正率、実現率を見ても、予測修正率については 2002 年にはプラスが続く局面もあったが、2003 年以降はマイナスとなることが多くなっている。実現率についてはほぼ一貫してマイナスが続いている。



4 月、5 月の予測指数の見込値は現時点では大幅な増加となっているが、実績値になるまでにはある程度の下方修正は避けられないと考えるべきだろう。

予測指数（実績値）を下回る鉱工業生産指数の動き

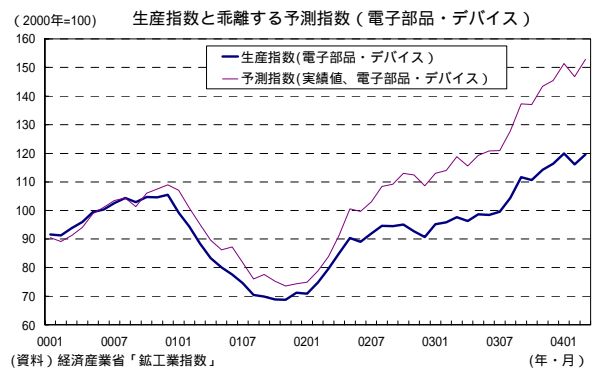
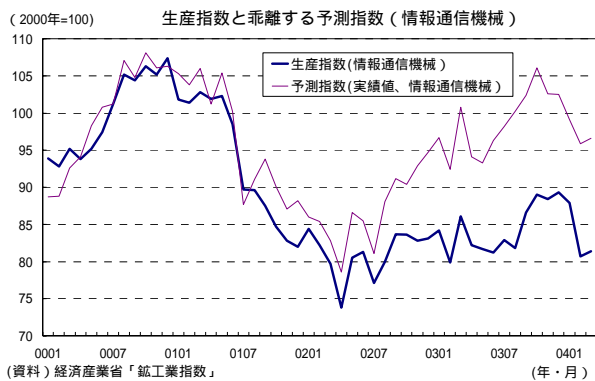
もうひとつの留意点は、長期的に見れば予測指数の実績値と鉱工業生産指数の相関は高いものの、最近では両者の動きに乖離が見られるようになってきていることである。



予測指数の実績値と鉱工業生産指数は2000年初めから2002年半ばまではほぼ同じような動きをしていた。しかし、2002年半ば以降は前者が後者を上回って推移しており、その乖離幅は拡大する傾向にある。年度平均では、鉱工業生産指数の伸びが2002年度、2003年度それぞれ2.8%、3.4%となっているのに対して、予測指数（実績値）は5.5%、5.9%と倍近い伸びとなっている。このことは、4月、5月の予測指数の実績値が現時点の見込み通り高い伸びになったとしても、鉱工業生産指数の伸びはそれを大きく下回る可能性があることを示唆している。

予測指数の動きが鉱工業生産指数と乖離するのは、予測指数の採用品目が鉱工業生産指数の一部に限られているためである（鉱工業生産指数の521品目に対して、予測指数は181品目）。

業種別に予測指数（実績値）と生産指数の動きを比べて見ると、情報通信機械、電子部品・デバイスで予測指数が生産指数を大きく上回る傾向が顕著に見られる。情報通信機械、電子部品・デバイスのウェイトは予測指数の方が鉱工業生産指数よりも高くなっており、このことも予測指数の上方バイアスを拡大させる一因になっている。予測指数において実際にどのような品目が採用されているかは公表されていないが、製造工業の中で相対的に堅調な動きをしている品目が比較的多く採用されていることが推察される。



このような予測指数の上方バイアスを考慮して、鉱工業生産指数の4月、5月が仮に現時点の予測指数の伸びの半分（それぞれ2.8%、1.1%）にとどまり、6月を横這いとする、4-6月期の伸びは前期比3.0%となる。それでも高い伸びであることには変わりないが、予測指数をそのまま用いた場合（前期比5.8%）に比べればかなり低下する。また、4月、5月が明確なプラスとなった場合には、6月が反動で落ち込むことも十分考えられる。

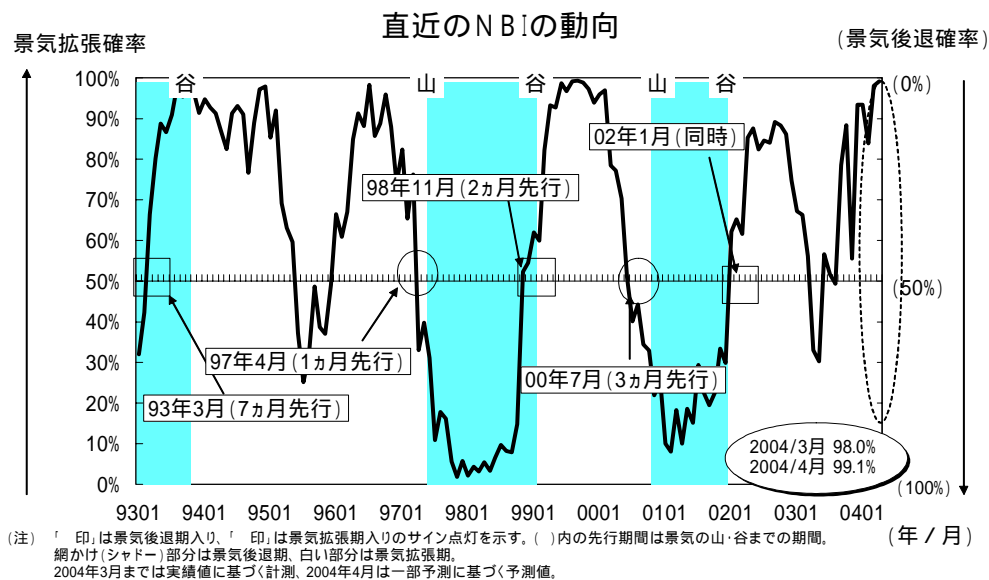
4-6月期の生産は、ほぼ横這いにとどまった1-3月期に比べれば伸びが高まることはほぼ確実である。しかし、予測指数の見込値が下方修正される傾向があることや、最近では予測指数の実績値が生産指数を上回っていることを考慮すれば、現時点の予測指数を機械的に用いて算出した前期比5.8%という伸びは大幅に下回る可能性が高いだろう。

< ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) >

研究員 篠原 哲

2004年3月：98.0%、2004年4月（予測値）：99.1%

3月のNBIは98.0%（景気後退確率：2.0%）と、2月実績の83.9%（景気後退確率：16.1%）から改善し、景気の転換点を示す50%ラインを大きく上回る結果となった。NBI構成指標の動きを見てみると、3月は東証株価指数（前年比）が41.8%もの大幅な増加を示したことや、耐久消費財の出荷指数（前年比）も9.9%の高い伸びとなったことなどが、NBIの改善に寄与した。



4月のNBI（予測値）は99.1%（景気後退確率：0.9%）と、引き続き改善するものと予測される。構成指標では、3月と同様に東証株価指数（前年比）や長短金利差などの金融関連指標が、NBIのプラスに寄与するものと考えられる。

5月11日に内閣府より公表された、3月の景気動向指数の一致DI（速報値）は38.9%となり、50%ラインを11ヶ月ぶりに下回る結果となった。また同時に公表された一致CIの動向からは、景気の拡大テンポが、足元で緩やかになってきていることが示唆される。しかし、NBIの動きを踏まえると、ただちに景気が後退局面入りする可能性は低いと判断できるだろう。

＜基礎研インデックス - ヒストリカル・データ＞

NBIと景気動向指数（内閣府）の動向

	2003年		2004年			予測値
	11月	12月	1月	2月	3月	4月
ニッセイ景気動向判断指数(NBI)						
景気拡張確率 (景気後退確率)	55.5% (44.5%)	93.4% (6.6%)	93.4% (6.6%)	83.9% (16.1%)	98.0% (2.0%)	99.1% (0.9%)
内閣府景気動向指数						
先行DI	66.7%	66.7%	54.5%	81.8%	80.0%	
一致DI	81.8%	81.8%	80.0%	70.0%	38.9%	-

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。
景気拡張確率が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、
50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定を行った。

基礎研インデックス

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
03/4	33.1%	539,150	0.2%	0.8%
03/5	30.3%	543,647	0.8%	3.7%
03/6	56.6%	551,304	1.4%	-4.5%
03/7	51.7%	541,323	1.8%	-20.8%
03/8	49.3%	545,298	0.7%	-38.0%
03/9	78.5%	557,812	2.3%	-38.6%
03/10	88.4%	556,364	0.3%	-40.8%
03/11	55.5%	550,927	1.0%	-44.4%
03/12	93.4%	563,397	2.3%	-47.7%
04/1	93.4%	563,747	0.1%	-47.9%
04/2	83.9%	565,514	0.3%	-46.7%
04/3	98.0%	557,559	1.4%	-45.0%
04/4	99.1%			-42.7%
04/5				-40.0%

(注1)ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10月)

(注2)NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定(2003年5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(NBI): 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、
景気拡張確率 下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定。

月次GDP : GDPを月次化したもの。直近の数値はweeklyエコノミストレター2004年5月6日号を参照。

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。

(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)