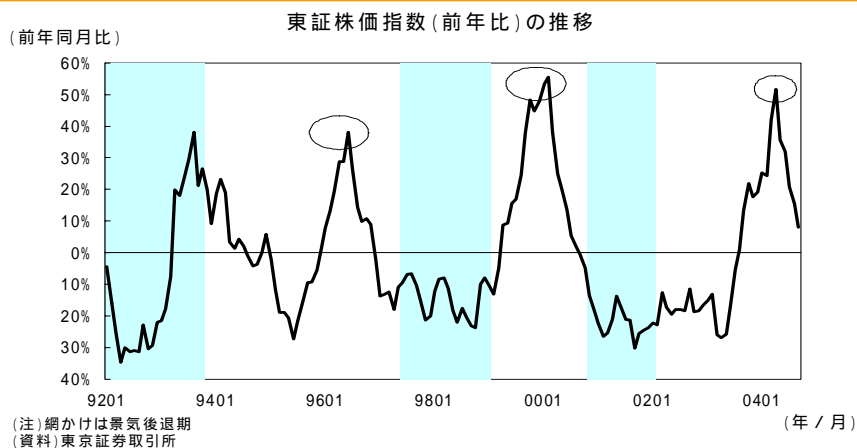


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

“先行指標”の先行性 ～景気の山はいつか？～

- 1、8月の景気動向指数は一致DIが35.0%となり、拡大を続けていた一致CIも8月は104.3と、7月の105.1から5ヶ月ぶりに減少した。足元で景気の回復力は弱含んでおり、景気の回復局面がこのまま持続するか懸念される。
- 2、景気動向先行指数（先行DI）は引き続き50%を超えて推移しており、先行CIも弱含んではいるものの、明確に景気後退局面入りの兆候を示すまでには至っていない。しかし、景気動向先行指数の先行性は、今回の局面では以前よりも短期化している可能性がある。
- 3、そこで景気動向先行指数の構成指標のなかでも、特に相対的に高い先行性を有していると考えられる東証株価指数（前年比）、長短金利差、鉱工業生産財在庫率指数の足元の動向を確認してみたところ、いずれの指標も既にピークをつけている可能性がある。仮にこれらの指標が既にピークアウトしているとした場合、各指標の先行性から機械的に次の景気の山の時期を推測してみると、来年度の初めごろには景気が後退局面入りする可能性が示唆される。



研究員 篠原 哲（しのはら さとし）(03)3512-1838 shino@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区九段北4 - 1 - 7 3F (03)3512-1884

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

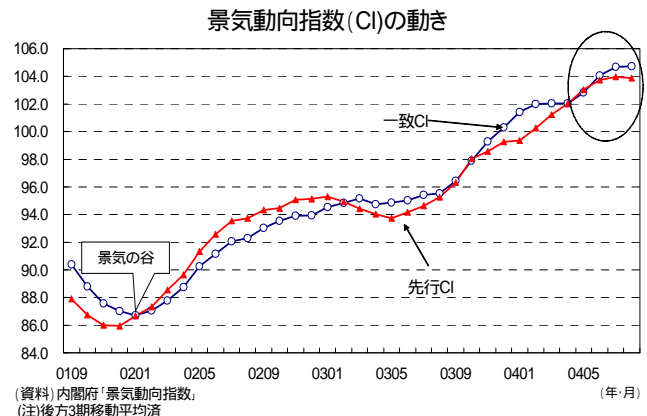
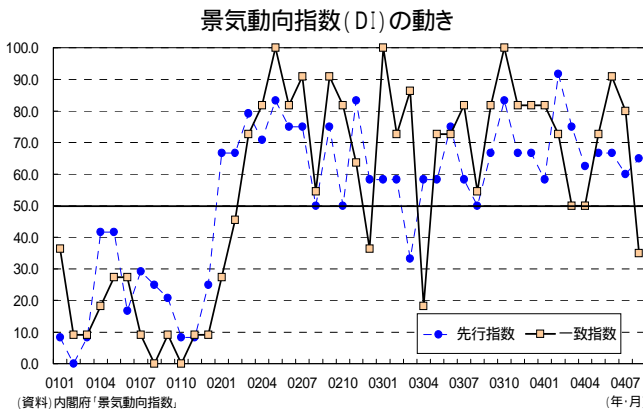
< “ 先行指標 ” の先行性 ~ 景気の山はいつか? ~ >

鈍化する景気

10月15日に内閣府より公表された8月の景気動向指数(DI・CI:改訂値)は、一致DIが35.0%となり、景気の転換点を示す50%を16ヶ月ぶりに下回る結果となった。8月の一致DIが50%を下回った要因は、鉱工業生産指数、鉱工業生産財出荷指数、大口電力使用量などの5つの指標の変化方向がマイナスとなったことであるが、なかでも鉱工業生産については、7-9月が前期比 0.8%となるなど停滞感が表れ始めている。

DIと同じタイミングで内閣府より公表され、景気の量感・テンポを把握することができるCIについても、2004年3月以降拡大を続けていた一致CIが8月では104.3となり、7月の105.1から5ヶ月ぶりの減少に転じるなど、改善の動きには一服感が見られる。

10月1日に公表された日銀短観では、企業の景況感は改善していることが確認されたが、景気動向指数からは、景気の回復力が弱含んでいることが示唆されており、現在の景気回復局面が、このまま持続するか懸念されるところである。



景気の先行きを予測するために、実際の景気動向より数ヶ月ほど先行して変動するとされる景気動向指数の先行指数に目を向けてみよう。8月の先行DIは、構成指標の多くが比較時点である5月より改善したこともあり65.0%と、50%以上の水準を維持した。一方、同じ先行指数でも、先行CIについては7、8月と2ヶ月続けて低下しており、CIは改善のテンポが以前に比べて鈍化し始めている。これは、8月は構成指標の多くが、6・7月の水準よりも低下したことが原因であり、3ヶ月前の水準と比較するDIよりも、毎月の統計の動きを合成して作成するCIの方に、先に鈍化の傾向が現れたものと考えられる。

ただし、これだけをもって景気後退局面入りの可能性が高まったと判断するのは、早計であろう。むしろ、先行DIは2003年4月以降、18ヶ月連続で50%以上を越えていることもあり、景気動向先行指数が景気に数ヶ月の先行性を持つとするならば、当面、景気回復傾向は持続するものと判断もできる。

しかし、ここで最近の景気動向先行指数（DI・CI）の先行期間が、以前に比べて低下している可能性がある点には留意すべきである（Weeklyエコノミスト・レター2004年4月9日号参照）。景気動向先行指数は、先に述べたように景気に先行性を有する指標を合成して作成されるため、先行指数の先行性は、その構成指標のパフォーマンスに左右されることになる。今回の景気回復局面は、アジア向け輸出の増加に代表される外需が主導したものであるが、景気動向先行指数の構成指標には、直接的に外需の動向を反映させる指標は含まれていない。そのため今回の回復局面では先行指数の先行期間が短期化しており、以前のように数ヶ月先の景気動向まで予測しきれない可能性がある。

では、景気動向先行指数を補完して、景気の先行きを探る方法はないだろうか？

先に述べたように、景気動向先行指数は12の先行指標の動きを合成して作成されているが、もちろん各構成指標の景気に対する先行性は一律ではない。そのため、先行CIの景気に対する先行性が低下する現状で、今後の景気動向を考察するためのひとつの方法として、先行指数の構成指標のなかでも、特に相対的に高い先行性を有している指標の動きに着目することが考えられる。その指標の動向を見れば、景気動向先行指数よりも早く景気の先行きを予測することができる可能性もあるだろう。

そこで本稿では、構成指標のなかで、特に相対的に先行性に優れると判断できる指標の動向から、今後の景気動向を考察することにする。

景気動向先行指数を構成する指標の先行性の検証

以下では、景気動向先行指数の構成指標のうち、月次で公表されている各指標と、一致CI（景気の代理変数と仮定）との時差相関係数を計測することで、それぞれの構成指標の先行性を検証してみることにした。推計は、期間を1991年2月の山から2004年8月までの90年代以降の3景気循環を対象としたもの（推計）と、期間を直近の景気の高である2000年10月から足元の2004年8月までに限定したもの（推計）の2通りを実施した。

推計結果は次ページの表に示したが、同じ景気動向先行指数の構成指標のなかでも、指標ごとで先行性の格差は顕著である。なかでも東証株価指数（前年比）、長短金利差、新設住宅着工床面積、鉱工業生産財在庫率指数などは、相対的に高い先行性を有していると考えられよう。ただし長短金利差は先行性が高い反面、相関係数は低いこともあり、安定的な先行性を有しているかについては注意する必要がある。

一方、雇用動向に先行するとされる新規求人数や、設備投資の代表的な先行指標である機械受注などは、景気動向に対しては、ほとんど先行性を持たない可能性が示唆される。このように、一言で景気動向先行指数の構成指標といっても、その先行性は一律ではない。さらに推計とにおいて、それぞれの指標の先行期間や相関係数が変わっているように、景気循環ごとで先行性に幅があることも分かる。特に新設住宅着工床面積などは、90年代以降を通じては高

い先行性を有しているものの、今回の循環局面においては先行性が確認できない。

そこで以下では、上記の推計・の両方において、相対的に先行性を有していると判断できる東証株価指数（前年同月比）、長短金利差、鉱工業生産財在庫率指数の動向から、景気の先行きを考察してみる。

景気動向先行指数の各構成指標と、一致CIとの時差相関係数

(ラグの符号は、マイナスが先行を示す)

指標	推計 : 1991:2-2004:8		推計 : 2000:10 - 2004:8	
	相関係数	ラグ	相関係数	ラグ
先行CI	0.83	-3	0.93	-2
最終需要財在庫率指数	-0.77	-4	-0.75	-1
鉱工業生産財在庫率指数	-0.78	-4	-0.85	-4
新規求人数(除卒)	0.86	0	0.86	0
実質機械受注(民需、船・電除)	0.79	0	0.72	+1
新設住宅着工床面積	0.48	-8	0.41	0
耐久消費財出荷指数(前年同月比)	0.62	-4	0.61	-1
消費者態度指数	0.76	-2	0.84	-2
日経商品指数(42種)(前年同月比)	0.75	-2	0.84	0
長短金利差	0.10	-10	0.29	-8
東証株価指数(前年同月比)	0.41	-10	0.67	-8

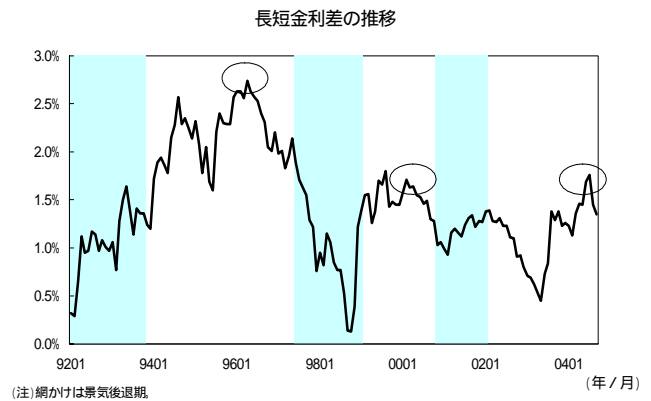
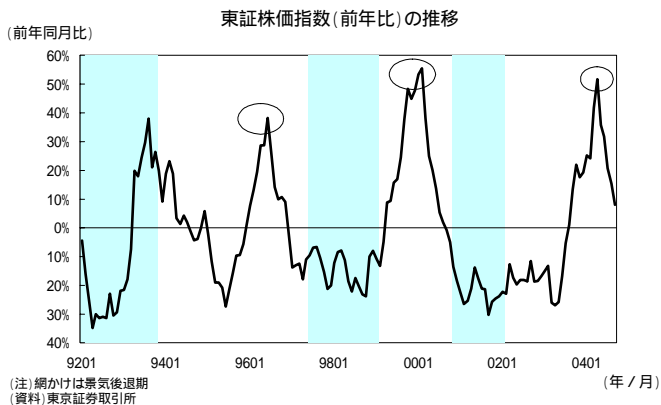
(注1)前年同月比に変換して推計、ただし既に変化率で表わされている指標については前年同月差に変換し推計した。

(注2)在庫率は逆サイクル

(注3)消費者態度指数は、2001年12月以前は四半期の公表値を線形補完したうえで推計した。

次の景気の山は来年度初め頃か？

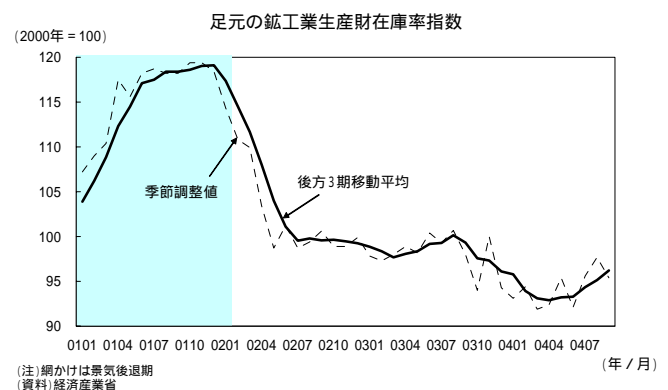
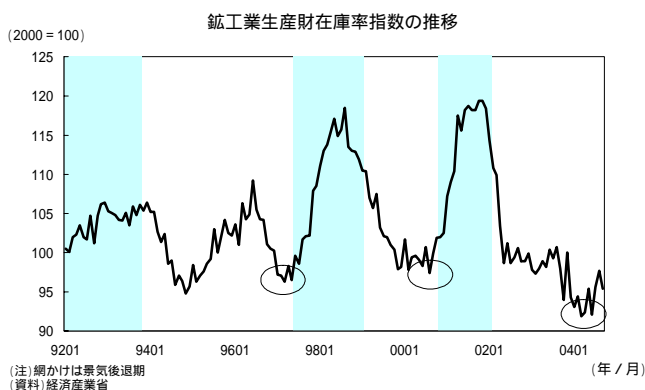
東証株価指数（前年比）は、1997年5月と、2000年10月を山とする過去2回の景気後退局面入りの際にも、それぞれ1996年6月（11ヶ月先行）、2000年2月（8ヶ月先行）にピークをつけており、景気の山に対して事前に明確なサインを示している。一方、長短金利差については一致CIとの相関係数が低いこともあり、株価より不安定な動きを示しているが、それでも過去2回の景気後退局面入りの際には、1996年4月（13ヶ月先行）、2000年2月（8ヶ月先行）と事前にピークをつけている事が確認できる。



足元の東証株価指数（前年比）の動向を見てみると、株価指数（前年比）は2004年4月に51.7%と2000年2月以来の水準をつけたが、その後伸び率は低下しており、8月15.4%、9月は8.1%、10月（25日までの平均）4.5%となるなど、既に4月の時点でピークを打った感がある。同様に、長短金利差も2004年7月には1.76%と前回（2000年2月：1.71%）のピークを超える水準を示したものの、その後は8月1.45%、9月1.35%、10月（25日時点）1.33%と低下を続けている。もし両指標が既にピークアウトをしているのなら、これはいち早い景気後退局面入りのサインである可能性もあるだろう。

続けて鉱工業生産財在庫率指数の動きも見てみよう。推計・の結果から、生産財在庫率指数は、先の2指標より先行性は劣るものの相関係数は高く、景気動向に4ヶ月ほどの先行性を有することが示唆される。

鉱工業生産財在庫率指数は、2002年1月に景気が回復局面入りした後で、総じて低下（改善）を続けていた。しかし、足元では鉱工業全体でも、在庫の増加や出荷の減少が懸念され始めているように、生産財在庫率指数も2004年3月に91.9をつけたものの、その後はその水準を下回ってはいない。在庫率指数は単月の水準では変動が大きいが、趨勢的な動向を見るために移動平均を施してみると、指数は2004年4-6月を底にして、上昇（悪化）傾向に転じていることが分かる。



足元の景気動向先行指数（DI）は引き続き50%を超えて推移しており、先行CIも弱含んではいるものの、明確に景気後退局面入りの兆候を示すまでには至っていない。しかし、景気動向先行指数の先行期間は、今回の局面では短期化している可能性があるため、景気の先行きに対する予測力も、以前より低下している恐れがある。そのため、本稿では景気動向先行指数の構成指標のなかでも、特に相対的に高い先行性を有していると考えられる東証株価指数（前年比）、長短金利差、鉱工業生産財在庫率指数の足元の動向を確認してみたが、結果、いずれの指標も既にピークをつけている可能性のあることが分かった。

では、仮にこれらの指標がピークアウトしているとした場合、次の景気の山はいつ頃になると考えられるだろうか？もちろん、長短金利差などは相関係数（推計・参照）が低いこともあ

り、結果は幅をもって考える必要があるが、各指標の先行性から機械的に次の景気の山の時期を推測してみると、来年度の初めごろには景気がピークを迎える可能性が示唆される。

本稿での分析結果からは、まもなく景気がピークを迎える兆候が現れてきたと言えるが、折りしも最近では原油価格の高騰が続くなど海外経済の不透明感は増幅されており、今後は外需が鈍化する可能性も高い。また本年後半からは、家計所得が伸び悩む中で社会保険料や税負担増を伴う制度改正が実施されるため、消費の伸びも低下することが予想される。この10月で今回の景気回復局面は33ヶ月目に達し、戦後の回復局面の平均期間に到達するが、今後も景気が引き続き拡大していくという可能性が低くなっていることは確かであろう。

先行指標から推測される景気の山の時期

指標	推計 : 1991:2 - 2004:8		推計 : 2000:10 - 2004:8		悪化に転じた時期	推測される景気の山
	相関係数	ラグ	相関係数	ラグ		
鉱工業生産財在庫率指数	-0.78	-4	-0.85	-4	2004年7月頃	2004年12月頃
長短金利差	0.10	-10	0.29	-8	2004年8月	2005年5 - 7月頃
東証株価指数(前年同月比)	0.41	-10	0.67	-8	2004年5月	2005年2 - 4月頃

(注)相関係数は、一致C_tとの時差相関係数