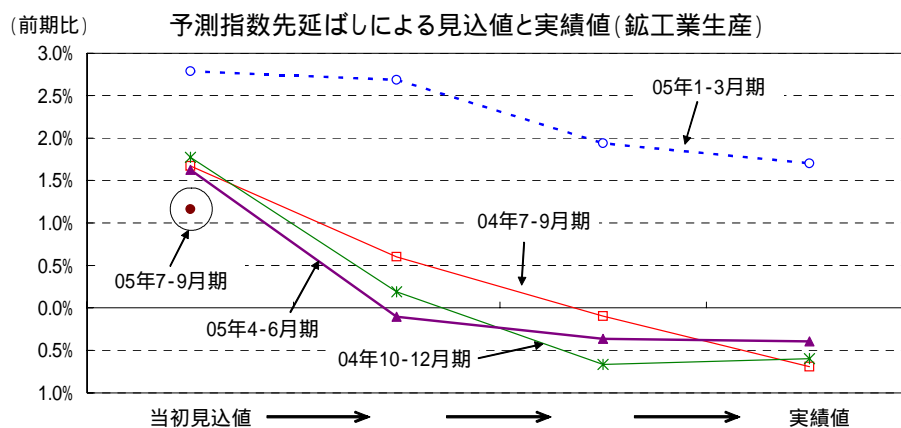


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

踊り場脱却を確認する条件 - 予測指数から見た7-9月期の生産動向

1. 政府、日銀は8月9日、「月例経済報告」、「金融経済月報」において景気判断を上方修正し、事実上の踊り場脱却宣言を行った。
2. 踊り場脱却を裏付ける明るい材料が増えてきたことは事実だが、それが确实と言うためには、7-9月期の鉱工業生産が増加に転じることが最低条件である。
3. 6月の鉱工業生産の実績値をもとに、7、8月の製造工業生産予測指数の伸び率で先延ばしし、9月を横ばいとすると、7-9月期の生産は前期比1.2%の増加となる。このことが生産の先行きを強く見るひとつの根拠になっている。
4. しかし、鉱工業生産の実績値は、予測指数によって試算された見込値を大きく下回る傾向がある。
5. 現時点では、7-9月期の生産が増加に転じかどうかはまだ予断を許さない。踊り場脱却ムードは一気に高まっているが、それを断定するためには、7月以降の生産の動きを見極める必要があるだろう。



(注) 当初見込値: 1,2ヵ月目予測指数で先延ばし、3ヵ月目横置き
 1ヵ月目生産実績値、2ヵ月目予測指数で先延ばし
 1,2ヵ月目生産実績値、3ヵ月目予測指数で先延ばし、 実績値: 1~3ヵ月目生産実績値
 実績値は公表当時のもの。 (資料) 経済産業省「鉱工業指数」

シニアエコノミスト 齋藤 太郎(さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4 - 1 - 7 : (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

< 踊り場脱却を確認する条件 - 予測指数から見た7-9月期の生産動向 >

事実上の踊り場脱却宣言

政府、日銀は8/9、「月例経済報告」、「金融経済月報」において景気判断を上方修正し、事実上の踊り場脱却宣言を行った。その後、8/12に公表された4-6月期の実質GDP成長率は、前期比0.3%（前期比年率1.1%）と3四半期連続のプラス成長となった。民間在庫の減少により、1-3月期よりも成長率自体は低下したものの、国内需要の柱である個人消費、設備投資は好調で、外需も4四半期ぶりにプラス寄与となるなど、景気の底堅さを裏付ける内容であった。

昨年後半から低迷が続いていた輸出が持ち直しつつあること、IT関連分野の在庫調整が進展していること、企業部門の好調さが家計部門へ波及し、所得の伸びを伴った個人消費の回復が実現していること等、景気が踊り場を脱却しつつあることを示す明るい材料が増えてきたことは事実である。

ただし、景気循環を決める上で最も重要な指標とも言うべき鉱工業生産指数は、4-6月期には前期比0.4%と2四半期ぶりの低下となっている。踊り場脱却が確実に断定するためには、鉱工業生産が7-9月期に増加に転じることが最低条件と言えるだろう。

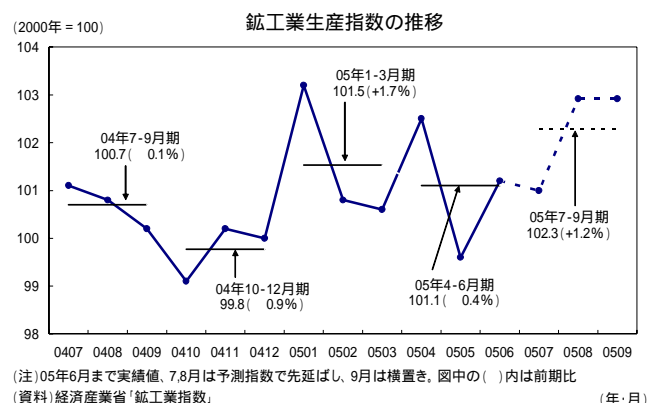
（予測指数は7-9月期の生産増を示唆か）

生産の現状について、内閣府の「横ばい」に対して、日銀は「緩やかな増加傾向」としており、両者の見方は若干異なっている。日銀の現状判断がやや強いのは、4-6月期の生産が「鋼船、医薬品を巡る統計的な影響」により下押しされていると見ているためである。

一方、生産の先行きについては、それぞれ「持ち直していくことが見込まれる」、「増加基調を続ける」と強気の見方で一致している。

7-9月期の生産が増加する可能性が高いと見る根拠のひとつは、製造工業生産予測指数（以下、予測指数）の動きであろう。鉱工業生産の実績値は6月までしか公表されていないが、予測指数の7月は前月比0.2%、8月は同1.9%となっている。6月までの鉱工業生産の実績値を、予測指数の伸び率を使って8月まで先延ばしし、9月を前月比横ばいと仮定すると、7-9月期の生産指数は102.3となり、前期比1.2%の明確なプラスとなる。このような試算によって7-9月期の生産が増加に転じる可能性が高いとする見方は、官民を問わず多く見られるものである。

しかし、現時点の予測指数の数字は、必ずしも生産の先行きの強さを表しているとは言い切れない。



予測指数による先延ばしの問題点

予測指数は、製造工業の主要 181 品目（鋳工業生産全体では 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。現時点における、当初見込みは 8 月分、修正見込みは 7 月分、実績は 6 月分ということになる。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。予測修正率は、当初見込値が 1 ヶ月経過して修正見込値となった際にどれだけ修正されたか、実現率は、修正見込値が 1 ヶ月経過して実績値となった際にどの程度実現されたかを見るもので、

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。

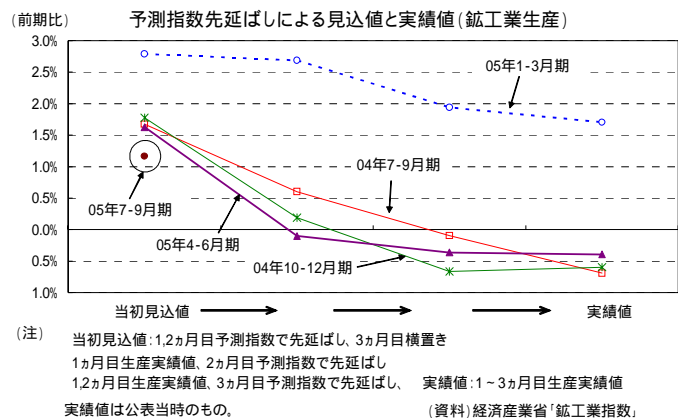
予測指数は、生産の先行きを見る上で大変有益な情報を提供してくれる。鋳工業生産指数よりも 2 ヶ月先の指数（伸び率）を知ることができるため、今後の鋳工業生産の動きを、ある程度予測することが可能だからである。

具体的には、鋳工業生産の 3 ヶ月目（たとえば、6 月）が公表された時点で、翌四半期の 1、2 ヶ月目（7、8 月）を予測指数の伸び率（前月比）で先延ばし、3 ヶ月目（9 月）は横置き（前月比横ばい）することにより、四半期（7-9 月期）の生産指数の見込み値を試算する。翌月には鋳工業生産の 1 ヶ月目が実績値となるため、2、3 ヶ月目を予測指数の伸び率で先延ばしする。さらに、その翌月には 1、2 ヶ月目が実績値となるため、3 ヶ月目を予測指数の伸び率で先延ばしすることにより、四半期の生産指数の見込み値を試算する。このようなやり方で、生産の実績値が公表される前に、その四半期の前期比がどのくらいになるか見当をつけることが可能となるのである。

予測指数による先延ばしにより生産の先行きを見ることは、ごく一般的に用いられる手法だが、これに頼りすぎることは問題がある。

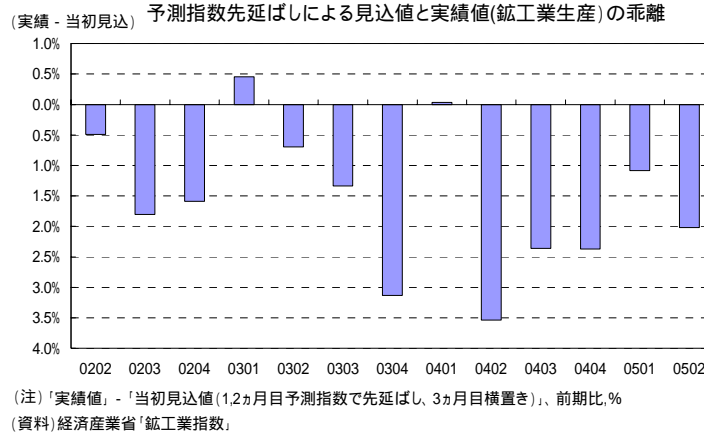
それは、予測指数から試算された見込値の精度は必ずしも高くないためである。特に、1,2 ヶ月目を予測指数、3 ヶ月目を横置きとする当初見込値は過大となりやすく、最終的な鋳工業生産指数の実績値はそれを大きく下回る傾向がある。

たとえば、2005 年 4-6 月期の生産指数は当初見込値（4、5 月を予測指数の伸び率で先延ばし、6 月を横置きの段階）は、前期比 1.6% だったが、鋳工業生産の実績値が公表されるにしたがって見込値は下方修正され、最終的な実績値は前期比 0.4% となった。また、2005 年 1-3 月期の実績値は、前期比 1.7% と高い伸びとなった



たが、それでも当初見込値の同 2.8%からは 1%以上下方修正された。

四半期毎の鉱工業生産の実績値（前期比）と当初見込値（前期比）の乖離を見ると、ほとんどの期で前者が後者を下回っており、最近ではこの乖離幅が大きくなっていることが分かる。2004年 4-6 月期以降の平均乖離幅は 2.3%である。

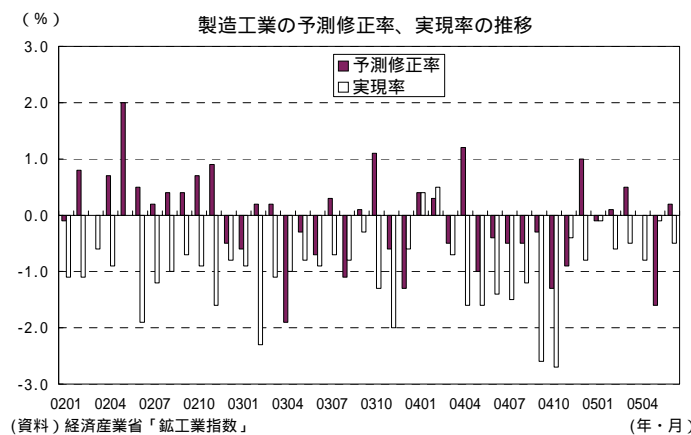


(予測指数(見込値)の下方修正続く)

両者の乖離は何故生じるのだろうか。

まず、3ヵ月目を横置きするという仮定にはやや無理があることが考えられる。実際には生産の前月比がちょうど横ばいとなることはほとんどないため、この仮定が実現することもほとんどない。ただし、これは見込値の過大評価、過小評価両方の要因である。

鉱工業生産の実績値が予測指数による見込値を下回る大きな原因のひとつは、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。



かつては、生産の回復期には需要が企業の予想を上回り、予測指数が上方修正される傾向も見られたが、2002年初に始まった今回の回復局面では、2002年に一時的に予測修正率のプラスが続いた以外は、ほとんどマイナスとなっている。特に、実現率についてはほとんどプラスとなることがなく、04年3月分以降、1年以上にわたりマイナスが続いている。これは景気が回復基

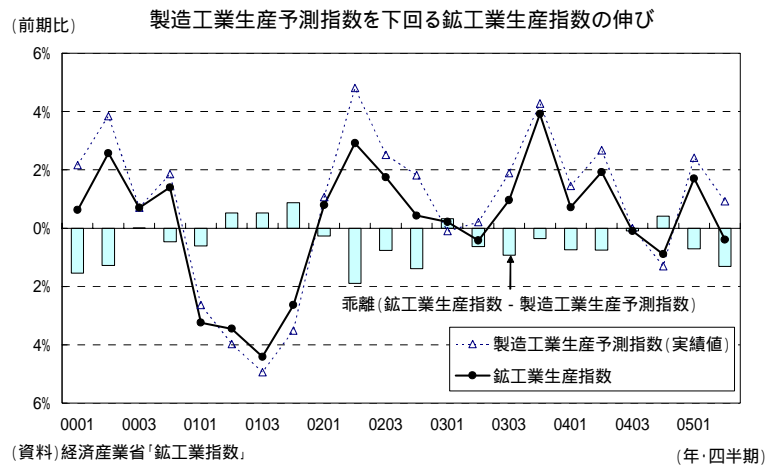
調にあるにも関わらず、企業の前月段階の生産見込みを実績が下回り続けていることを意味する。

現時点の7、8月の予測指数の見込値は、実績値になる際にはある程度下方修正されている可能性が高いと考えられる。

(予測指数(実績値)を下回る鉱工業生産指数)

もうひとつの原因は、鉱工業生産指数の伸びが予測指数の実績値の伸びよりも低い状態が続いていることである。

2005年4-6月期の予測指数(実績値)は前期比0.9%の増加だったのに対して、鉱工業生産指数は前期比0.4%と1.3%も下回っており、2002年以降はほとんどの期で同様の傾向となっている。



両者の動きが乖離するのは、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。予測指数の採用品目は181品目と、鉱工業生産指数(521品目)の約3分の1であり、業種ウェイトも異なっている。たとえば、鉄鋼業の生産は比較的堅調な動きが続いているが、予測指数における鉄鋼業のウェイトは、鉱工業生産の2倍以上(予測指数9.8%、鉱工業生産指数4.4%)となっている。このように業種ウェイトバイアスが存在することが、現状では予測指数全体の伸びが鉱工業生産指数の伸びを上回るひとつの原因となっている。

また、予測指数は主要企業からの報告に基づいているため、比較的規模の大きな企業の生産動向がより反映されやすくなっていると考えられる。大企業の生産は中小企業に比べ相対的に堅調に推移しているため、中小企業をより多く含む鉱工業生産よりも強い動きとなっている可能性がある。

したがって、仮に予測指数の現時点の見込値が実現されたとしても、鉱工業生産指数の伸びはそれを下回ることになる可能性が高い。

予断を許さない7-9月期の生産動向

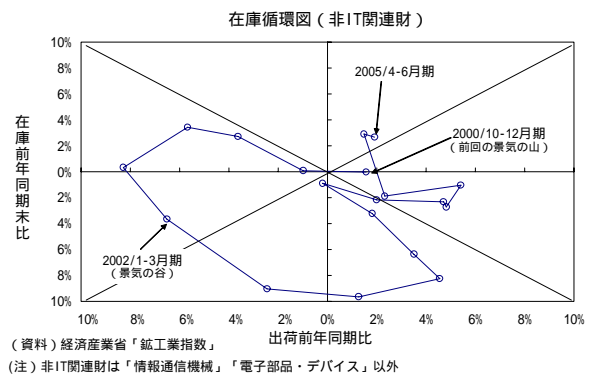
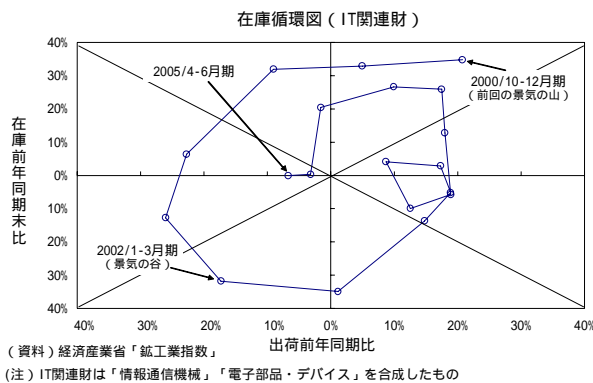
予測指数の先延ばしによる見込値からは、一見すると7-9月期の鉱工業生産の増加が確実なようにも思われる。しかし、ここで見たように、見込値と鉱工業生産の実績値との関係を踏まえて考えると、今の段階ではそれが確実とは言えないだろう。

現時点の7-9月期の見込値は前期比1.2%だが、見込値から実績値への最近の下方修正幅を単純に当てはめれば、前期比マイナスとなる可能性さえ否定できない。

もちろん、生産を下押ししていた輸出が持ち直しつつあることは心強い材料であり、輸出の伸びが今後加速するようなことがあれば、生産が上振れすることもありうる。また、最近では予測修正率がプラスとなる月もあり、実現率のマイナス幅も縮小しているため、これまでのように見込値から大幅に下方修正されることは避けられるかもしれない。

しかし、政府、日銀が指摘するようにIT関連分野の在庫調整に目処がつきつつある一方で、鉄鋼、化学などの非IT関連分野で在庫の積み上がりが見られ、鉱工業全体では在庫調整の進展はやや遅れている。生産が急加速するための条件が十分に整っているとは言い難い。

ここにきて踊り場脱却ムードは一気に高まっているが、景気動向の鍵を握る鉱工業生産が7-9月期に増加に転じるかどうかはまだ予断を許さない。踊り場脱却を断定するためには、7月以降の生産の動きを見極める必要があるだろう。



月次GDPの動向

<6月、7月>

4-6月期の実質GDPは前期比0.3% (年率1.1%、8/12内閣府発表)となったが、当研究所推計の6月の月次GDPは前月比0.4%となった。

7月の月次GDPは、民間消費、設備投資が引き続き増加することから、前月比0.3%と2ヵ月連続の増加を予測する。



日本・月次GDP 予測結果

	[月次] 実績値による推計						[四半期]		
	2005/2	2005/3	2005/4	2005/5	2005/6	2005/7	2005/1-3	2005/4-6	2005/7-9
実質GDP	536,721	541,256	543,917	538,971	540,905	542,474	539,711	541,154	543,116
前期比年率							5.4%	1.1%	1.5%
前期比	0.8%	0.8%	0.5%	0.9%	0.4%	0.3%	1.3%	0.3%	0.4%
前年同期比	0.2%	2.5%	1.9%	0.6%	1.6%	2.4%	1.3%	1.4%	2.2%
内需（寄与度）	522,981	525,934	528,438	523,972	525,185	525,949	525,393	525,865	527,518
前期比	0.8%	0.6%	0.5%	0.8%	0.2%	0.1%	1.4%	0.1%	0.3%
前年同期比	0.5%	2.2%	1.5%	1.5%	1.6%	2.0%	1.4%	1.5%	2.1%
民間（寄与度）	406,033	407,358	411,250	407,259	407,871	409,087	407,815	408,793	409,987
前期比	0.7%	0.2%	0.7%	0.7%	0.1%	0.2%	1.3%	0.2%	0.2%
前年同期比	1.3%	2.6%	1.6%	1.3%	1.4%	1.8%	2.1%	1.4%	1.9%
民間消費	297,274	301,118	303,061	300,293	300,436	301,517	299,026	301,263	301,489
前期比	0.5%	1.3%	0.6%	0.9%	0.0%	0.4%	1.2%	0.7%	0.1%
前年同期比	0.2%	1.4%	1.5%	1.8%	2.0%	1.8%	0.9%	1.8%	1.8%
民間住宅投資	18,542	18,635	18,244	18,099	17,998	17,925	18,542	18,114	18,174
前期比	0.5%	0.5%	2.1%	0.8%	0.6%	0.4%	1.3%	2.3%	0.3%
前年同期比	1.8%	0.3%	2.3%	2.1%	2.8%	2.5%	1.2%	2.4%	2.7%
民間設備投資	87,324	86,322	90,309	89,244	89,877	90,191	87,891	89,810	90,984
前期比	3.0%	1.1%	4.6%	1.2%	0.7%	0.3%	2.7%	2.2%	1.3%
前年同期比	3.7%	6.4%	8.4%	4.5%	4.3%	5.6%	5.9%	5.6%	6.3%
民間在庫（寄与度）	3,217	1,609	-13	-25	-88	-185	2,681	-42	-308
前期比	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.0%
前年同期比	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	0.5%	0.3%	0.0%
公需（寄与度）	117,031	118,657	117,277	116,802	117,403	116,941	117,660	117,161	117,619
前期比	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
前年同期比	0.8%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.1%	0.2%
政府消費	93,339	93,839	93,408	93,371	93,607	93,427	93,618	93,462	93,926
前期比	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.3%	0.2%	0.6%	0.2%	0.5%
前年同期比	2.1%	2.3%	1.2%	1.6%	1.2%	1.6%	2.3%	1.3%	1.6%
公的固定資本形成	23,420	24,547	23,626	23,189	23,553	23,325	23,771	23,456	23,505
前期比	0.3%	4.8%	3.8%	1.9%	1.6%	1.0%	0.4%	1.3%	0.2%
前年同期比	19.9%	13.2%	7.2%	2.7%	1.4%	1.6%	17.8%	4.1%	2.0%
外需（寄与度）	13,826	15,410	15,531	15,051	15,772	16,577	14,405	15,461	15,760
前期比	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
前年同期比	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	69,776	72,780	71,991	72,467	74,474	72,654	71,008	72,978	73,861
前期比	1.0%	4.3%	1.1%	0.7%	2.8%	2.4%	0.1%	2.8%	1.2%
前年同期比	3.6%	7.2%	8.0%	1.8%	4.9%	4.0%	5.2%	5.0%	5.5%
財貨・サービスの輸入	55,950	57,369	56,460	57,417	58,702	56,077	56,602	57,526	58,101
前期比	1.0%	2.5%	1.6%	1.7%	2.2%	4.5%	0.7%	1.6%	1.0%
前年同期比	7.3%	5.8%	4.9%	10.6%	5.5%	0.4%	7.2%	6.9%	5.6%

<民間消費の内訳>

家計消費（除く帰属家賃）	237,894	239,323	240,858	240,290	240,253	240,945	238,432	240,467	240,468
前期比	0.1%	0.6%	0.6%	0.2%	0.0%	0.3%	1.5%	0.9%	0.0%
前年同期比	0.1%	1.3%	1.6%	1.9%	2.1%	1.9%	0.7%	1.9%	1.9%
需要側推計									
前期比	0.7%	0.8%	0.7%	0.0%	0.4%	0.1%	2.0%	1.5%	0.3%
前年同期比	3.0%	0.7%	0.3%	0.2%	2.4%	0.8%	1.3%	0.9%	0.5%
供給側推計									
前期比	1.1%	0.8%	0.9%	1.3%	0.1%	1.3%	0.7%	0.2%	1.2%
前年同期比	0.9%	1.4%	2.6%	2.0%	2.3%	2.6%	1.3%	2.3%	2.6%
帰属家賃	4,490	4,495	4,503	4,509	4,515	4,510	53,878	54,069	54,206
前期比	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.4%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(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)