

# 金融市場における景気指標サプライズの影響<sup>†</sup>

日本大学経済学部教授（ニッセイ基礎研究所客員研究員）小巻 泰之

komaki@eco.nihon-u.ac.jp

経済調査部門 シニアエコノミスト 矢嶋 康次

yyajima@nli-research.co.jp

## <要旨>

金融市場において効率的市場仮説 (efficiency market hypothesis) が成立しているとするならば、市場では「新たな情報 (news)」が瞬時に評価され価格に織り込まれることから、新たな情報は市場には影響を及ぼさないことになる。しかしながら、現実の市場では景気指標などの発表が市場の価格形成に影響を与える場合がみられる。一般的に、市場で関心が高い景気指標については、市場参加者により事前に予測が行われ、その平均値として市場コンセンサスが形成される。市場コンセンサスは事前の情報を基に予測されていることから、実績値との乖離である予測誤差については市場で織り込まれていないため、金融市場での価格が大きく変動するのである。本論では、景気指標の予測誤差が金融市場における価格形成にどのような影響を与えているのかについて検証することにある。結論を要約すると、

- (1) 予測誤差の実績値に対する過大・過小は景気変動と相関関係が高いものの、予測の分散が過大（過小）から過小（過大）へ向かう局面では予測誤差の分散の拡大はみられるものの、それ以外の時期には大きな差異はみられない。
- (2) 2006年8月のCPIの基準改定後の金融市場での混乱は、市場において基準改定の影響が全くの想定外であったことが原因である。
- (3) Newsの内容を区別しない分析では、景気指標の予測誤差の影響は見極めしがたい。景気指標の予測誤差については、予測と比較して good news であったのか、bad news であったのかが重要である。
- (4) 本論の推計期間（2000年1月～2006年3月）については、鉱工業生産指数、貿易収支、有効求人倍率が bad news のみと有意な関係にあることがわかる。また、景気指標の公表と同日内の市場価格の変動で見ると、第三次産業活動指数、大型小売店販売、貿易収支において bad news の効果が有意なものとなり、時間の経過とともに、影響を与える景気指標の数が増加することがわかる。
- (5) good news と bad news は非対称な影響を金融市場に与えていると考えられる。市場では、事前に景気指標の予測のコンセンサスが形成されているとはいえ、不完全なものにとどまっている。その結果、予測を下回る状況 (bad news) となった場合、市場の価格形成に大きな影響を与える可能性がある。

<sup>†</sup> 調査機関の予測データの収集にあたって、ニッセイ基礎研究所 野村由美子さんに多大なご協力をいただいた。感謝いたします。

## <目 次>

1. はじめに .....	3
2. 景気指標の公表と市場への影響 .....	4
2.1 欧米の事例 .....	4
2.2 日本の事例 .....	5
3. 予測者の予測形態 .....	6
3.1 本論で利用する月次景気指標 .....	6
3.2 予測誤差の状況 — 消費者物価指数の 2005 年基準改定時の状況 .....	6
3.3 累積的な予測誤差の動き .....	7
4. 景気指標の予測誤差の影響 .....	7
4.1 モデル .....	7
4.2 個々の景気指標の効果 .....	8
4.3 news における非対称性 (good news, bad news の比較) .....	8
5. 結論 .....	9

## 1. はじめに

金融市場において効率的市場仮説 (efficiency market hypothesis) が成立しているとすれば、市場では「新たな情報」が瞬時に評価され価格に織り込まれることから、新たな情報は市場には影響を及ぼさないことになる。しかしながら、現実の市場では景気指標などの発表が市場の価格形成に影響を与える場合がみられる。金融市場が不安定な要素をもつのは、川西 (2002) によれば、その取引が現在の財と将来の財を交換する異時点間のものであることが原因と指摘している。現時点の取引を行う上では、将来の取引が確実に履行できるなどの情報が重要であるものの、将来の情報が確実ではなく (情報の不確実性の存在)、取引の相手方に関する情報は偏在 (情報の非対称性) しており、このことが金融市場を不安定にさせている。

一般的に、市場で関心が高い景気指標については、市場参加者により事前に予測が行われ、その平均値として市場コンセンサスが形成される。市場コンセンサスは事前の情報を基に予測されていることから、景気指標の実績値との乖離である予測誤差については市場で織り込まれていないため、金融市場での価格が大きく変動する可能性がある<sup>(1)</sup>。

本論の目的は、景気指標の予測誤差が金融市場における価格形成にどのような影響を与えているのかについて検証することにある。そこで、本論での検証に際しては、以下の2点を考慮する。

第1に、消費者物価指数 (以下、CPI) の基準改定における市場の事前の予測環境を整理することである。2006年8月25日に新基準の数値が公表されると同時に、金融市場では大幅な金利低下が生じた。この要因を特定することは困難であるが、基準改定に関する市場での情報不足が混乱の原因であったのではないかと考え、新基準公表前後の市場での予測誤差について記述統計量からその状況を検討する。

第2に、予測誤差の影響について、(1) 予測誤差が価格に織り込まれるまでの時間、(2) 予測誤差がプラスかマイナスかの非対称な効果について検証する。予測誤差には、景気変動にポジティブな意味での過大な予測誤差 (以下、good news) と景気変動にネガティブな意味での過小な予測誤差 (以下、bad news) の2種類が存在する。金融市場における価格形成には、双方の誤差が同等の影響をもつのかについて検証する。また、一般的には、全ての情報は即座に織り込まれると考えられるが、予測誤差が即座に市場において織り込まれるのかについて、時間単位の株価を用いてその効果をみる。

本論の構成は以下のとおり。次節で景気指標が金融市場に与える影響についての先行研究をサーベイする。第3節では市場コンセンサスの特徴として、予測者の予測誤差の形態について実際のデータから整理する。具体的な事例としてCPIの基準改定の例を示す。CPIの基準改定値 (2006年8月) 公表後の金融市場の大幅な変動は市場で全く予測されていなかったことが示される。ま

---

<sup>(1)</sup> ただし、全ての予測誤差が市場での価格に影響を与えているわけではない。予測誤差が生じたとしても、予測誤差の規模が過去の傾向などから「織り込み済」として無反応な場合があるなど、その反応も一律ではない。

た、CPI に限らず、他の主要な景気指標の予測においても、予測者はどの時点の予測も予測者間でほぼ同質なものであることも示される。第4節では、本論で用いるモデルについて整理し、実証分析を行う。予測誤差については、bad news の場合に市場に影響を与えることが確認されたが、必ずしも即座に影響するとは限らないことが示される。第5節は結論である。

## 2. 景気指標の公表と市場への影響

### 2.1 欧米の事例

欧米では、データの利用可能性が高いことから、景気指標などのマクロ経済に関する情報が金融変数に与える影響を分析した先行研究が数多く出されている。Edison(1997)は、為替レートの場合、実物経済活動 (real economic activity) に関する news については、規則的な反応が確認できるものの、インフレに関する news とは有意でない。ただし、金利についてはインフレ及び実物経済活動に関する news と有意な関係にある。全ての news に反応しているわけではないことが示されている。また、Eddelbutte=McCurdy(1998)では、マクロ経済に関する news の増加が為替レートの volatility を増加させると指摘している。

特に、景気指標と金融市場の反応について、Galati=Ho(2001)では、以下の2点が news と金融変数との関係を論じる上で、重要なテーマになると指摘している。

第1に、景気指標への反応の非対称性の問題である。予測誤差がプラスである場合とマイナスの場合では市場の反応が異なるのではないかとして、news を区別した分析の必要性を示している。この点については、景気の拡張・後退期に区別した推計への拡張も可能である。

第2に、news の蓄積による時間的な効果である。当初はたとえ予測誤差が大きくとも、単発の個々の景気指標の場合、金融変数に与える影響が小さい。しかし、同様の news が蓄積されることで、影響を受ける場合がある。たとえば、予測を上回る good news やその逆として予測を下回る bad news が蓄積されることで初めて動く場合も考えられる。Galati=Ho(2001)では、news の影響について、good news 及び bad news の累積的な効果についても分析している。

このような news の累積効果は、実際の市場でもよく見られる。過去の状況を振り返ると、予測誤差の判明後に反応しない場合「織り込み済」との評価が与えられる。しかしながら、市場が予測誤差を事前に想定していたとは考えられず、評価を先延ばしているとみることができる。事実、その後、あまり重視されていなかった景気指標が、従前反応を示さなかった指標と同一の方向を示すものであった場合、金融変数全般が急激な動きを示すことがある。

なお、景気指標には、例えば、完全失業率と有効求人倍率のように同一日に複数の景気指標が発表されている。特に、月末には多くの景気指標の発表が集中している。このような場合、単体の景気指標の効果を抽出することがかなり困難であるため、複数の効果を累積させた形で分析を行うことは、この点からも必要となってくる。

## 2.2 日本の事例

日本の景気指標と金融市場の反応を取り扱った最近の実証研究<sup>(2)</sup>には、松岡（2005）、竹田・矢嶋（2005）などがある。松岡（2005）では、15種類の景気指標について、最小二乗法と多変量自己回帰分析を用いて実証している。2000年1月4日から2005年7月15日までの日次データを用いた分析結果では、全ての景気指標が金融変数に影響しているわけではなく、金融変数によって有意な景気指標は異なっている。有意な影響を与えている可能性が高いのは、株価の場合機械受注及び第三次産業活動指数、金利（10年債）は鉱工業生産（以下、IIP）としている。また、景気指標の影響は一過性ではなく持続的であるとしている。

竹田・矢嶋（2005）では、IIPと消費者物価指数（以下、CPI）の2変数の実績値及び市場での予測値が為替、長期金利、株価に与える影響について最小二乗法を用いた実証分析をおこなっている。また、経済指標が発表された当日の影響も考慮するため為替については9時及び17時のデータを用いた分析を行っている<sup>(3)</sup>。1997年2月から2005年8月までの日次データを用いた分析結果では、全ての金融変数について、IIP、CPIとも統計的に有意な関係にあることを示している。ただし、量的緩和政策の導入（2001年3月19日）以降、為替、長期金利については有意な関係が安定的でなくなったことを示している。

この他、景気指標の影響ではないが、類似の研究として福田・計（2002）がある。ここでは、経済対策決定のnewsが株価、為替、長期金利に与える影響について最小二乗法を用いた実証分析をおこなっている。また、news発表の当日内の影響をみるため、株価は12時45分時点と終値、為替は13時時点と終値、長期金利は12時と終値のデータを用いている。1992年8月3日から99年12月10日までの日次データを用いた分析結果では、90年代前半と後半とでは効果が異なっていることを示している。90年代前半では、経済対策決定のnewsが株価の上昇や為替円高化に導くなど有意な関係がみられるが、90年代後半は有意性が低下していると分析している。福田・計（2002）は、newsをgoodとbadとする区分はないものの、経済対策決定という一般的にはgood newsとして捉えられるnewsの分析事例といえるものの、本論で示した先行研究では特にnewsを区別した分析はされていない。

小巻・矢嶋（2006）では、金融市場で特に関心の高い短観（業況判断指数）、四半期GDP、CPI、失業率、鉱工業生産指数、有効求人倍率の6つの経済指標について、民間機関の予測値の統計的属性の検討を通じて、正確性及び予測の形成過程について実証分析をおこなっている。市場コンセンサスの予測の正確性を平均絶対誤差、平均平方誤差で判断すると有効求人倍率、失業率、CPI、GDP、鉱工業生産指数、短観の順番で予測が正確である。有効求人倍率、失業率の予測精度が高い

---

<sup>(2)</sup> 本論で示すような実証分析を行うにあたっては、景気指標に関する予測値などが必要となる。しかしながら、日本の場合、長期間にわたる市場での予測値などの入手が困難である。ここで紹介する松岡（2005）、竹田・矢嶋（2005）はともに景気指標の予測値としてBloomberg社のデータを利用している。

<sup>(3)</sup> この点について、松岡（2005）は、発表後のすぐにその影響が消化されてしまう場合、当日の終値には統計的に有意な影響が反映されていない可能性があるとは指摘している。

のは実績値自体の変動が小さいことが要因として挙げられる。実績値の変動の低下は予測精度を向上させる要因ともなっている。

### 3. 予測者の予測形態

#### 3.1 本論で利用する月次景気指標

本論では、市場での注目度が高い月次の景気指標の中から、企業物価指数（以下、CGPI）、CPI、IIP、機械受注、第3次産業活動指数、家計調査「勤労者世帯・消費支出」、大型小売店販売、完全失業率（以下、失業率）、有効求人倍率、貿易収支及びマネーサプライの11変数を取り扱う。ただし景気指標の表彰形態については水準、前年比、前期比などがある。本論では市場で通常よく用いられている数値の形態とする。具体的には失業率、有効求人倍率は水準、GDPは前期比伸び率、CGPI、CPI、家計調査、大型小売店販売、マネーサプライは前年同月比伸び率、IIP、機械受注及び第三次産業活動指数は前月比伸び率をそれぞれ用いる。本論で利用する11変数の予測値は、Bloomberg社<sup>(4)</sup>が集計し公表している民間機関の平均予測値（以下、市場コンセンサス）を使用する。Bloomberg社の調査対象機関は、日本を代表する民間機関であり、その平均値は市場コンセンサスとして市場では常に注目されている。実績値については、当時発表されたリアルタイムの速報値を利用する。データの利用期間は2000年1月4日から2006年3月31日である。予測誤差は、市場での予測値と実績値との乖離としている。

予測誤差のgood news (bad news)とは概して、実績値を上回る（下回る）場合で区分が可能である。しかし、両者の区分は経済環境により異なる場合があると考えられるため、本論では以下の景気指標について特に次のように取り扱った。CGPI及びCPIについてはデフレ下であることを考慮し物価上昇、貿易収支は黒字縮小をgood newsとした。

以下では、予測誤差の変動について、実例を整理してみる。

#### 3.2 予測誤差の状況 — 消費者物価指数の2005年基準改定時の状況

CPIは、定例の基準改定(2006年8月25日)により旧基準と比較して、月によって-0.3%~-0.6%程度低下した(図表1)。当時、CPIは金融政策の変更を決定する重要な変数の一つであったため、基準改定によるCPIの予想を上回る低下は金融市場では金融緩和政策の変更が遠のいたとの見方から金利の大幅に低下した。結局、このような影響を脱するのに約2カ月程度を要するなど金融市場に大きな影響を与えることとなった(図表2)。もともと、消費者物価指数の予測は、各月の実績値の変動が大きなものではなく、予測精度の比較的高い景気指標であったことから(小巻・矢嶋(2006))、予測誤差の拡大が金融市場に大きな影響を与えたといえる。

基準改定の影響について、このように大きくなった要因の一つには市場におけるCPIの予測誤

---

<sup>(4)</sup> Bloomberg社が集計する市場コンセンサスが発表されるのは、当該指標の1週間前から発表当日まで幅広いものとなっている。本論で用いる予測値も毎回同様の時点での予測ではない。

差の拡大が挙げられる。新基準の数値が明らかになる前の市場の予測では「改定による物価の押し下げ幅は平均 0.2 ポイント」（新聞報道）とみていたようである。これは、**図表 3**にみられるように過去 4 回の基準改定では平均して 0.2%の下方改定となっていることから、市場での新基準による改定規模の予測は妥当なものであったとみられる。

また、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年同月比伸び率の民間調査機関（20 機関）の予測値と実績値との乖離を予測誤差として、その標準誤差をみてみた。予測者の予測のばらつき（標準偏差）をみても、特に大きな変動はみられず、基準改定が行われない他の月と同様の予測環境にあったとみられる（**図表 4**）。

また、このような予測誤差の動きは CPI に限らず、他の全ての月次景気指標にもあてはまる状況にあり、事前の情報を基に形成される市場コンセンサスの分散が急激に拡張（縮小）する状況はほとんどみられない。

### 3.3 累積的な予測誤差の動き

月次景気指標の予測誤差と景気変動を比較すると、逆循環の動きにあることがわかる。**図表 5**は、11 の景気指標の予測誤差について、good news の場合を +1、bad news の場合を -1 として累積したものである。2001 年 1 月の景気の谷付近では、予測誤差が過小となり、実際の景気指標の数値が予測を上回る傾向にあることがわかる。しかし、景気の回復期間の継続とともに、過小な予測誤差は縮小傾向にあった。しかし、景気の踊り場といわれた 2003 年頃には予測誤差が過大なものとなり、景気後退を連想した予測に変更している様子が窺える。その後は、再び、景気は拡張局面を維持し、予測誤差が実績値よりも過小となる状況にある。予測者の期待の変動を示すものとして、**図表 5**が景気指標としても利用できるかもしれない。

このように、予測誤差の実績値に対する過大・過小は景気変動と相関関係が高いものの、予測の分散については過大（過小）から過小（過大）へ向かう局面では予測誤差の分散の拡大はみられるものの、それ以外の時期には大きな差異はみられない。

## 4. 景気指標の予測誤差の影響

### 4.1 モデル

景気指標における予測誤差の影響を推定するモデルとして、先行研究（Edison(1997)、Galati=Ho(2001)など）にならって、次式を用いる。効率的市場仮説を前提として、事前に予測されない予測誤差の変動が、金融市場の価格変動にどのような影響を与えるのかをみることになる。

$$\Delta \ln S_t = \alpha_0 + \sum_{k=1}^k \alpha_{k,t} X_{k,t} + Z_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

ただし、 $\Delta \ln S_t$ は株価（日経平均 225 種）を用いる。金融市場での株価は景気指標だけでなく種々の情報により価格形成がなされている。 $X_t$ は、11 種類の月次景気指標の実績値と予測値との乖

離（予測誤差）を示す。 $Z_t$ は景気指標の予測誤差以外の要因を意味し、ここでは金融政策の影響の代理変数として無担保コールレートを用いる。

景気指標の公表の影響をより取り出すために、時間単位の株価データを用いる。これは、当初は予測誤差が大きくとも、単発の個々の景気指標の場合、実際の影響が小さい場合がある。つまり、景気指標は異なるが、同様の影響を及ぼす景気指標が群として発表され、それが時間の経過とともに、影響を与える場合がある。なお、ここでは $\Delta \ln S_t \times 100$ としている。

また、good news 及び bad news について、非対称な効果が認められるかについて、11の景気指標の good news 及び bad news についてダミー変数を作成の上、次式をもとに求める。ここでは、2つのダミー変数の効果が非対称であるかについて Wald 検定を行う。ここでの Wald 検定では、 $\alpha^G = \alpha^B$ を帰無仮説とする検定である。

$$\Delta \ln S_t = \alpha_0 + \sum_{k=1}^k \alpha_{k,t-j}^G D_{k,t-j}^G + \sum_{k=1}^k \alpha_{k,t-j}^B D_{k,t-j}^B + Z_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

ただし、 $D^G$ 、 $D^B$ はそれぞれ good news 及び bad news のダミー変数を意味する。

## 4.2 個々の景気指標の効果

11つの景気指標の個々の効果について、予測誤差の水準及びダミー変数で推計した結果が図表6である。

機械受注を除き、10の景気指標は公表日の8:50に判明するため、金融市場への影響はその始値より影響が入り込むと考えられる。そこで、9:00（始値）と9:15の株価の変動との関係について分析を行った。機械受注は14:00に公表<sup>(5)</sup>されるため、14:00と15:00の株価の変動との関係についてみてみた。

短時間での変動では、大型小売店販売、有効求人倍率の予測誤差が有意となっている。このような状況は、市場の変動を景気指標に公表日内とする（9:00と15:00の株価の変動との関係）場合でも大きな変化はみられない。

なお、水準とダミーとの比較を行うと、その結果に大きな差異がないことが窺える。このことは、景気指標の予測誤差についてはその水準の規模だけでなく、予測と比較して good news であったのか、bad news であったのかも重要であることを示している。したがって、以下の推定では、ダミー変数をもとに行う。

## 4.3 news における非対称性（good news、bad news の比較）

11つの景気指標における news を good news 及び bad news に区分して推定した結果が図表7である。しかしながら、予測誤差を good news 及び bad news に区別すると、鉱工業生産指数、貿易

<sup>(5)</sup> 2006年11月分より8:50公表となっている



収支、有効求人倍率が bad news のみと有意な関係にあることがわかる。また、景気指標の公表と同日内でみると、第三次産業活動指数、大型小売店販売、貿易収支において bad news の効果が有意なものとなり、影響を与える景気指標の数が増加することがわかる。また、Wald 検定でも good news 及び bad news が非対称な影響であることを示し、bad news のみが金融市場の価格形成に影響を与えている様子が窺える。

## 5. 結論

景気指標の予測誤差に影響についての実証分析の結論を要約すると、

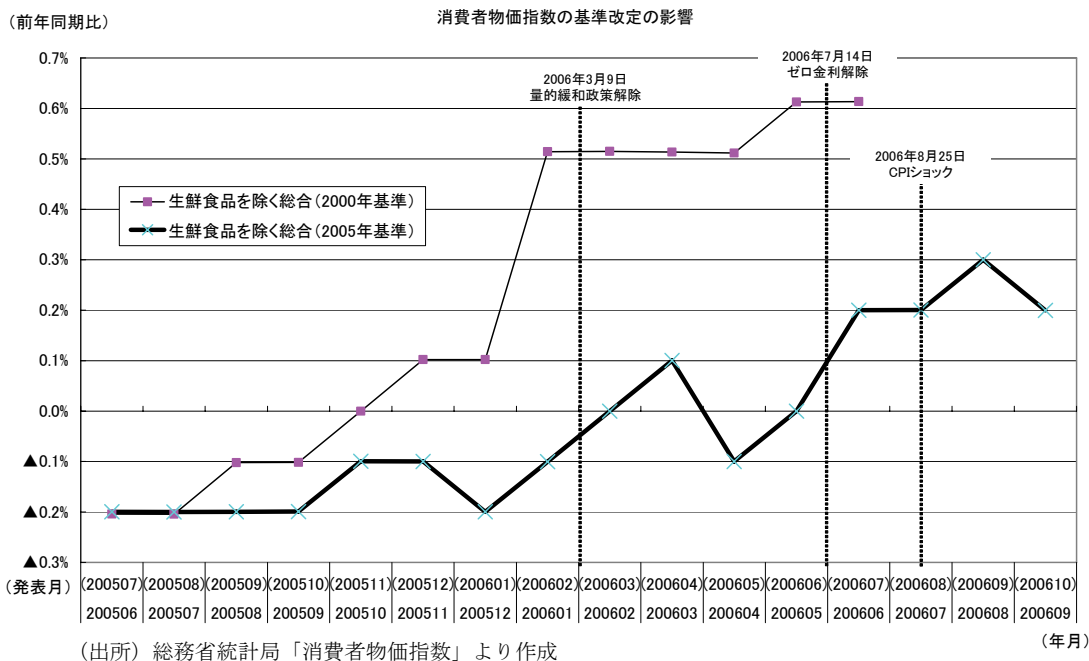
- (1) 予測誤差の実績値に対する過大・過小は景気変動と相関関係が高いものの、予測の分散が過大（過小）から過小（過大）へ向かう局面では予測誤差の分散の拡大はみられるものの、それ以外の時期には大きな差異はみられない。
- (2) 2005年8月のCPIの基準改定後の金融市場での混乱は、市場において基準改定の影響が全くの想定外であったことが原因である。
- (3) Newsの内容を区別しない分析では、景気指標の予測誤差の影響は見極めしがたい。景気指標の予測誤差については、予測と比較して good news であったのか、bad news であったのかが重要である。
- (4) 本論の推計期間（2000年1月～2006年3月）については、鉱工業生産指数、貿易収支、有効求人倍率が bad news のみと有意な関係にあることがわかる。また、景気指標の公表と同日内の市場価格の変動でみると、第三次産業活動指数、大型小売店販売、貿易収支において bad news の効果が有意なものとなり、時間の経過とともに、影響を与える景気指標の数が増加することがわかる。
- (5) good news と bad news は非対称な影響を金融市場に与えていると考えられる。

となる。景気拡張局面では、概して予測誤差は good news になる場合が多く、その点は金融市場への影響も限られたものとなってくると考えられる。しかしながら、景気後退局面、特にその初期段階では予測誤差のマイナスが大きくなり、金融市場への影響が大きくなってくると推察される。2006年8月のCPIの基準改定では、まさに市場コンセンサスを大きく下回るネガティブなショックが市場に波及したものであり、その影響が大きくなったとみられる。市場では、事前に景気指標の予測のコンセンサスが形成されているとはいえ、不完全なものにとどまっている。その結果、予測を下回る状況（bad news）となった場合、市場の価格形成に大きな影響を与える可能性がある。

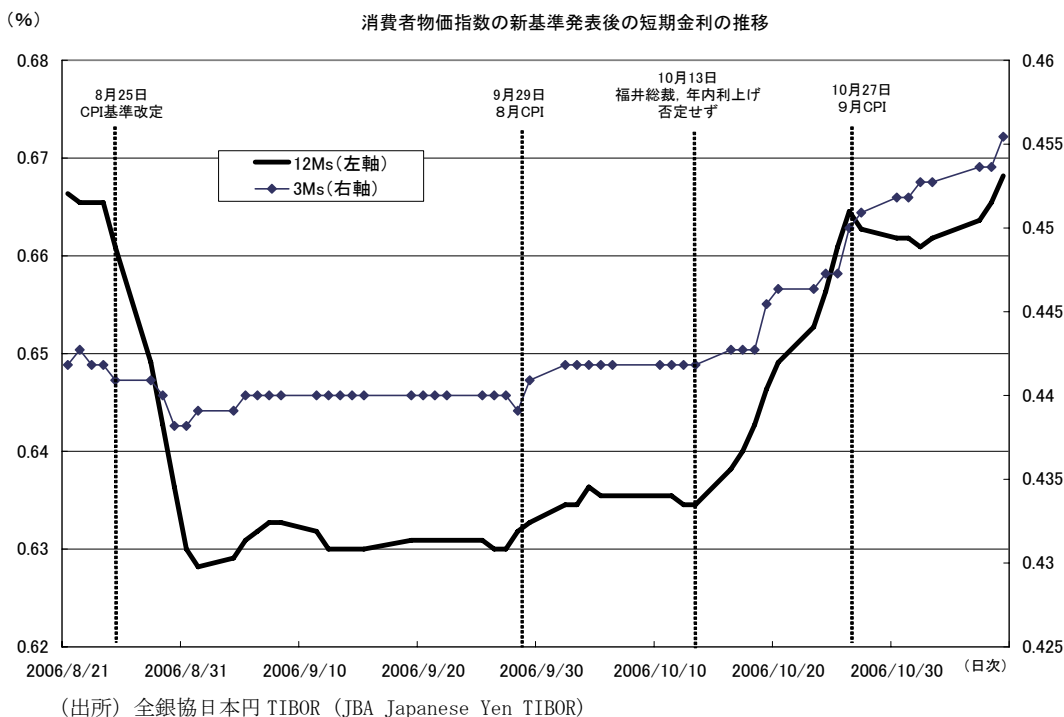
## 参考文献

- [1] Almeida, Alvaro, Charles Goodhart and Richard Payne (1998): “The effect of macroeconomic “news” on high frequency exchange rate behaviour”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, pp 1-47.
- [2] Carroll, C.D (2003), “Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters,” *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 269-298.
- [3] Ederington, Louis and Jae Ha Lee (1997): “How markets process information: news releases and volatility”, *Journal of Finance*, 48, pp 1161-91.
- [4] Edison, Hali (1997): “The reaction of exchange rates and interest rates to news releases”, *International Journal of Finance and Economics*, 2, pp 87-100.
- [5] G. Galati and C. Ho (2001), ” Macroeconomic news and the euro/dollar exchange rate,” *BIS Working Papers*, No.105.
- [6] Hakkio, Craig and David Pearce (1985): “The reaction of exchange rates to economic news”, *Economic Inquiry*, 23, pp 627-35.
- [7] Ito, Takatoshi and Vance Roley (1987): “News from the US and Japan: which moves the yen/dollar exchange rate”, *Journal of Finance*.
- [8] 福田慎一・計聡 (2002)、「日本における財政政策のインパクト—1990年代のイベント・スタディー」、日本銀行金融研究所『金融研究』、2002年9月
- [9] 川西諭 (2002)「景気を左右する不安定な市場—金融危機の経済学—」、mimeo
- [10] 小巻泰之・矢嶋康次 (2006)、「景気指標の予測精度と予測形成」、ニッセイ基礎研究所、vol. 42
- [11] 松岡幹裕 (2005)、「経済指標と金融市場」、*Deutsche Bank Economic Research*、2005年8月15日号
- [12] 日本経済団体連合会 (2004)、「統計の利用拡大に向けて—景気関連統計を中心として—」
- [13] 清水誠 (2006)、「消費者物価指数、平成17年基準改定の特徴」(財)日本統計協会、第45回統計セミナー発表資料
- [14] 竹田陽介・矢嶋康次 (2005)、「金融市場との対話：新法下の日本銀行のケース」、mimeo

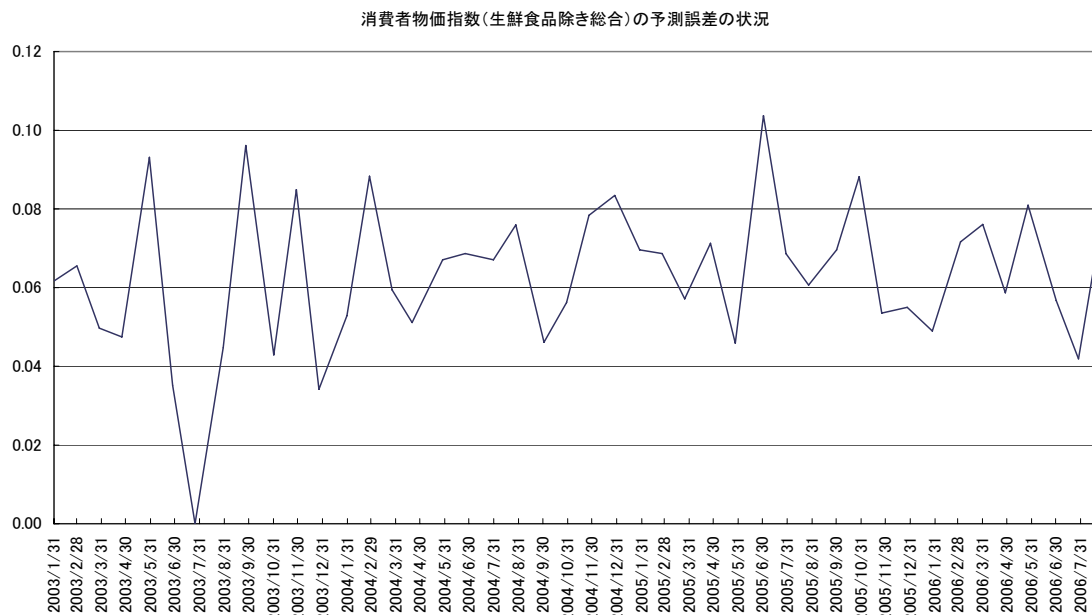
図表1 消費者物価指数の基準改定の影響



図表2 消費者物価指数の新基準発表後の短期金利の推移



図表3 消費者物価指数（生鮮食品除き総合）の予測誤差の状況



(注) グラフは、消費者物価指数（前年同月比）についての 20 機関の予測値の標準偏差を示したもの  
 (出所) 小巻・矢嶋（2006）で用いた bloomberg のデータをもとに作成。データのオリジナルな出所は bloomberg.

図表4 消費者物価指数における基準改定の影響

基準改定実施	差異	新基準		旧基準	
		新基準	旧基準	新基準	旧基準
1986年	0.1	1985年基準	1.2	1980年基準	1.1
1991年	-0.3	1990年基準	3.5	1985年基準	3.8
1996年	-0.1	1995年基準	-0.1	1990年基準	0.0
2001年	-0.3	2000年基準	-0.6	1995年基準	-0.3
2006年	-0.5	2005年基準	0.0	2000年基準	0.5

(注) 数値は、消費者物価指数総合（前年同月比）の各年1～6月の平均  
 (出所) 清水（2006）より抜粋

図表5 月次の景気指標の予測誤差の状況



図表6 個々の景気指標の予測誤差の市場への影響

株価(日経平均22種)

9:00から9:15までの変化への影響

		係数	標準誤差	P-値			係数	標準誤差	P-値
企業物価	予測誤差	-0.02	0.04	0.67	大型小売店販売	予測誤差	-0.10	0.04	0.01
	call rate	0.01	0.01	0.18		call rate	0.01	0.01	0.18
消費者物価	予測誤差	0.04	0.14	0.79	貿易収支	予測誤差	0.00	0.00	0.16
	call rate	0.01	0.01	0.18		call rate	0.01	0.01	0.18
鉱工業生産	予測誤差	-0.02	0.04	0.65	完全失業率	予測誤差	-0.12	0.43	0.79
	call rate	0.01	0.01	0.20		call rate	0.02	0.01	0.17
機械受注	予測誤差	-0.01	0.01	0.33	有効求人倍率	予測誤差	-4.22	2.56	0.10
	call rate	-0.01	0.01	0.40		call rate	0.02	0.01	0.13
第3次産業活動指数	予測誤差	-0.02	0.10	0.87	マネーサプライ	予測誤差	-0.14	0.20	0.48
	call rate	0.01	0.01	0.18		call rate	0.01	0.01	0.18
家計調査	予測誤差	-0.01	0.02	0.73					
	call rate	0.01	0.01	0.18					

同日内の変化への影響

		係数	標準誤差	P-値			係数	標準誤差	P-値
企業物価	予測誤差	0.04	0.11	0.72	大型小売店販売	予測誤差	-0.24	0.07	0.00
	call rate	-0.02	0.03	0.51		call rate	-0.02	0.03	0.51
消費者物価	予測誤差	-0.13	0.40	0.74	貿易収支	予測誤差	0.00	0.00	0.35
	call rate	-0.02	0.03	0.51		call rate	-0.02	0.03	0.52
鉱工業生産	予測誤差	-0.18	0.14	0.19	完全失業率	予測誤差	-0.23	0.79	0.78
	call rate	-0.02	0.04	0.48		call rate	-0.02	0.03	0.52
機械受注	予測誤差	-0.02	0.02	0.24	有効求人倍率	予測誤差	-3.85	6.04	0.52
	call rate	-0.02	0.03	0.51		call rate	-0.02	0.03	0.54
第3次産業活動指数	予測誤差	-0.11	0.18	0.55	マネーサプライ	予測誤差	-0.06	0.51	0.91
	call rate	-0.02	0.03	0.51		call rate	-0.02	0.03	0.51
家計調査	予測誤差	0.03	0.05	0.48					
	call rate	-0.02	0.03	0.52					

図表7 good news と bad news の影響

株価(日経平均22種)

9:00から9:15までの変化への影響

		係数	標準誤差	t-値	P-値	Wald テスト			係数	標準誤差	t-値	P-値	Wald テスト
企業物価	Good News	-0.04	0.10	-0.40	0.69	0.68	大型小売店販売	Good News	-0.10	0.08	-1.27	0.20	0.10
	Bad News	0.01	0.08	0.15	0.88			Bad News	0.09	0.09	0.98	0.33	
	Call rate	0.01	0.01	1.34	0.18			Call rate	0.01	0.01	1.33	0.18	
消費者物価	Good News	0.06	0.07	0.82	0.41	0.80	貿易収支	Good News	0.01	0.08	0.13	0.90	0.18
	Bad News	0.03	0.08	0.41	0.68			Bad News	-0.14	0.08	-1.74	0.08	
	Call rate	0.01	0.01	1.32	0.19			Call rate	0.01	0.01	1.34	0.18	
鉱工業生産	Good News	0.01	0.05	0.18	0.86	0.03	完全失業率	Good News	-0.05	0.09	-0.53	0.60	0.69
	Bad News	0.26	0.10	2.59	0.01			Bad News	0.00	0.09	0.04	0.97	
	Call rate	0.01	0.01	1.33	0.18			Call rate	0.01	0.01	1.29	0.20	
機械受注	Good News	0.05	0.09	0.53	0.60	0.72	有効求人倍率	Good News	-0.02	0.14	-0.12	0.91	0.30
	Bad News	0.00	0.09	0.03	0.97			Bad News	0.14	0.07	2.13	0.03	
	Call rate	0.01	0.01	1.34	0.18			Call rate	0.02	0.01	1.50	0.13	
第3次産業活動指数	Good News	-0.10	0.10	-1.01	0.31	0.75	マネーサプライ	Good News	-0.01	0.07	-0.16	0.87	0.90
	Bad News	-0.05	0.10	-0.54	0.59			Bad News	0.00	0.10	0.05	0.96	
	Call rate	0.01	0.01	1.33	0.18			Call rate	0.01	0.01	1.34	0.18	
家計調査	Good News	0.05	0.09	0.57	0.57	0.75							
	Bad News	0.01	0.07	0.18	0.85								
	Call rate	0.01	0.01	1.33	0.18								

同日内の変化への影響

		係数	標準誤差	t-値	P-値	Wald テスト			係数	標準誤差	t-値	P-値	Wald テスト
企業物価	Good News	-0.18	0.23	-0.79	0.43	0.89	大型小売店販売	Good News	-0.06	0.14	-0.44	0.66	0.05
	Bad News	-0.22	0.18	-1.25	0.21			Bad News	0.46	0.23	2.01	0.04	
	Call rate	-0.02	0.03	-0.65	0.52			Call rate	-0.02	0.03	-0.66	0.51	
消費者物価	Good News	0.12	0.17	0.69	0.49	0.44	貿易収支	Good News	0.03	0.16	0.22	0.83	0.01
	Bad News	-0.09	0.22	-0.43	0.67			Bad News	-0.55	0.17	-3.18	0.00	
	Call rate	-0.02	0.03	-0.66	0.51			Call rate	-0.02	0.03	-0.64	0.52	
鉱工業生産	Good News	-0.25	0.17	-1.47	0.14	0.10	完全失業率	Good News	-0.05	0.27	-0.20	0.84	0.93
	Bad News	0.24	0.25	0.95	0.34			Bad News	-0.08	0.17	-0.49	0.63	
	Call rate	-0.02	0.03	-0.68	0.50			Call rate	-0.02	0.03	-0.65	0.52	
機械受注	Good News	-0.29	0.21	-1.38	0.17	0.22	有効求人倍率	Good News	-0.19	0.28	-0.66	0.51	0.28
	Bad News	0.05	0.19	0.25	0.80			Bad News	0.16	0.14	1.10	0.27	
	Call rate	-0.02	0.03	-0.67	0.50			Call rate	-0.02	0.03	-0.59	0.55	
第3次産業活動指数	Good News	-0.27	0.27	-1.03	0.30	0.07	マネーサプライ	Good News	-0.06	0.20	-0.31	0.75	0.81
	Bad News	0.44	0.29	1.52	0.13			Bad News	-0.13	0.20	-0.65	0.51	
	Call rate	-0.02	0.03	-0.66	0.51			Call rate	-0.02	0.03	-0.66	0.51	
家計調査	Good News	0.07	0.18	0.36	0.72	0.38							
	Bad News	-0.16	0.18	-0.89	0.37								
	Call rate	-0.02	0.03	-0.64	0.52								