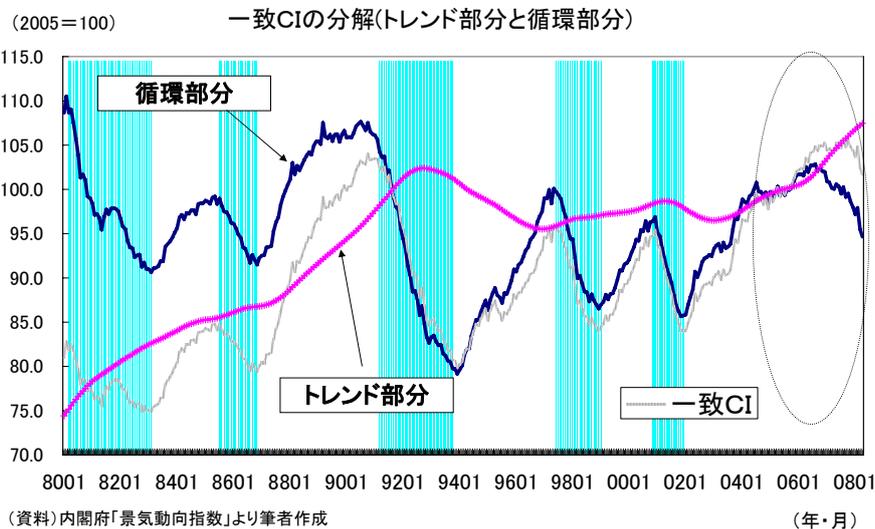


# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 景気はピークを超えたか？～一致C Iの要因分解

1. 内閣府が6月18日に公表した景気動向指数（改訂値）では、現状の景気の拡大テンポを把握できる一致C I（改訂値）が101.7となり、前月から▲0.7ポイント悪化した。内閣府は景気動向指数による基調判断を、4月速報値の段階で、景気の山がそれ以前の数ヶ月にあった可能性が高いことを暫定的に示す「局面変化」に下方修正している。一致C Iの動きからは、いざなぎ景気を超え、戦後最長となった今回の回復局面は、すでにピークを超えた可能性が強まっている。
2. 一致C Iをトレンド部分と循環部分に分離してみると、過去の景気局面に対応した動きを示すC Iの循環部分は、06年後半から明らかな低下傾向にある。これは、景気がすでに後退局面入りしていることをサポートする、ひとつの材料と言えるのではないかと。



シニアエコノミスト 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 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F TEL : (03)3512-1884  
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

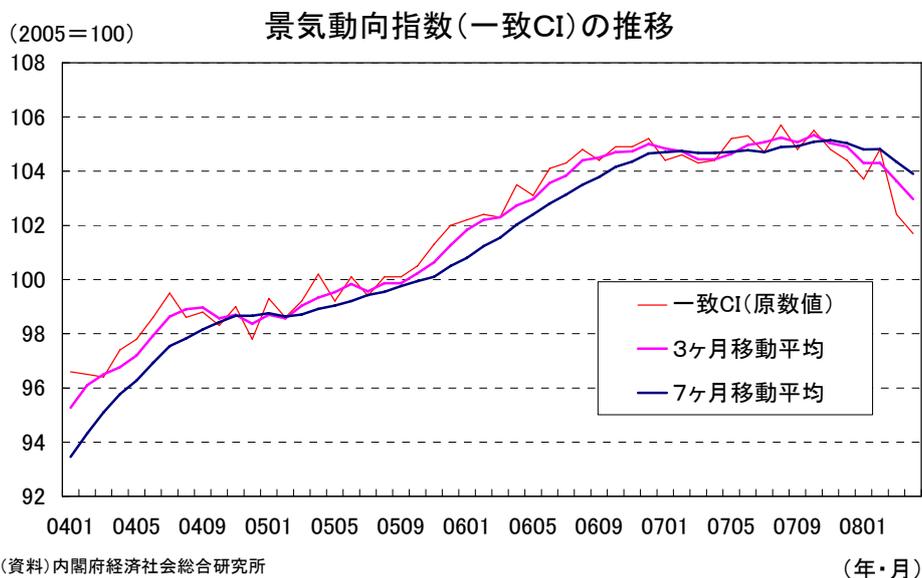
## ＜景気はピークを超えたか？ ～ 一致C I の要因分解＞

### ● 悪化する一致CI

内閣府は景気動向指数を、4月速報値より、従来までのD Iを中心とした公表形態から、景気の量感や拡大のテンポを把握できるC Iを中心とする形態に切り替えた。D Iは作成および景気の局面判断が明快かつ簡便であるが、採用系列の変化方向のみを用いて作成するため、決して現在の景気変動の大きさや量感を表わすものではない。その点、C Iには、D Iのような景気局面の判断のみならず、景気の強弱を定量的に判定することができるというメリットがある。アメリカやイギリスなどでも、景気基準日付の判定の際にはC Iが用いられている。

6月18日に公表された4月一致C I（改定値）は、101.7と前月から▲0.7ポイント悪化した。足元のC Iの基調変化を示す一致C Iの3ヶ月後方移動平均値は、前月差▲0.66ポイントの低下となり、2ヶ月連続のマイナス、また、基調の変化の定着を示す7ヶ月後方移動平均値も、前月差▲0.44ポイントの低下と、こちらも2ヶ月連続のマイナスとなった。

過去3ヶ月における、一致C Iの7ヶ月後方移動平均の前月差を累計すると、合計0.90ポイントの低下となり、基調の変化の定着の目安となる基準（0.49）を上回る。このため、内閣府は景気動向指数による基調判断を、4月速報値の段階で、景気の山がそれ以前の数ヶ月にあった可能性が高いことを暫定的に示す「局面変化」に下方修正している。



同時に公表された一致D Iの動きを見ても、4月は30.0となり2ヶ月連続で景気の転換点の目安となる50を下回っている。景気の山・谷については、従来同様に、一致指数の採用系列から作られるヒストリカルD Iに基づき、景気動向指数研究会での議論を経て判定されることになるが、現段階では、一致指数を構成する個別指標は、その過半数がすでに2007年中にピークをつけて

いる。景気の現状を示す一致C I・D Iの動きからは、いざなぎ景気を超え、戦後最長となった今回の回復局面は、すでにピークを超えた可能性が強まっている。

### ● 一致C Iの要因分解 ～乖離するトレンド部分と循環部分

景気動向指数からは、景気が後退局面入りしている可能性も強まっているが、一方では、まだ回復局面が続いているとの見方も根強い。6月16日に公表された6月の月例経済報告では、基調判断を「回復は足踏み状態にあるが、このところ一部に弱い動きがみられる」とし、3カ月ぶりに判断を下方修正したが、大田経済財政担当大臣は「景気後退とは見ていない」とコメントしている。政府は景気の現状については、後退リスクが強まっており、足踏み状態であることは確かであるが、再び回復基調に復帰する可能性も残っており、後退とは認定していない。

直近の一致C Iのピークである07年8月から、08年4月まで、C Iは▲4.0ポイント低下したが、前回の景気後退局面（2000年11月が山）では、一致C Iがピークをつけた00年12月以降の8ヶ月間で、C Iは▲8.6ポイントも低下している。それに比べると、今回は、C Iの低下幅自体も、まだ小幅なものに留まっている。

一般的な経済指標は、短期の循環的なサイクルと、中長期のトレンドの動きの双方を含むと考えられるが、これについてはC Iも例外ではない。そこで、一致C Iの動きを、トレンド部分とそれ以外の変動部分（以下では循環部分とする）に分解してみると、景気がすでにピークをつけた可能性を示唆する結果が現れてくる。

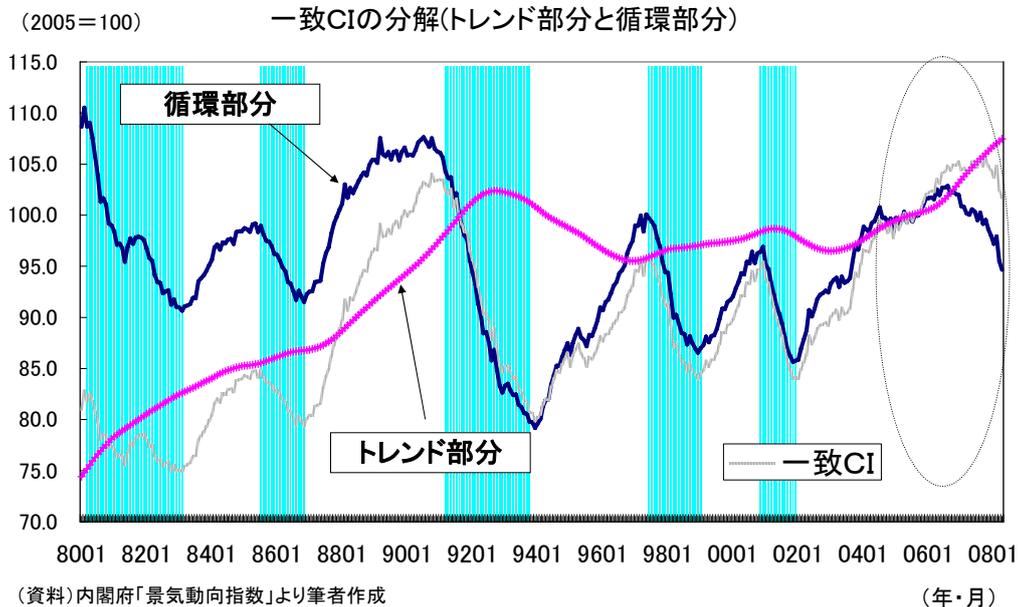
C Iは以下の式のように、各構成指標の前月からの変化量を合成した「合成変化率」を累積することで作成される。合成変化率は、そのうちの趨勢的な部分であるトレンド成分と、トレンドを除いた部分の変化率から成り立つため、C I自体をトレンドによる趨勢的な部分と、それを除いたトレンド周りの循環的な変動部分に分解することも可能である。現に、先行C Iと遅行C Iについては、トレンド部分は一致指数の構成指標から作成したものを使用しており、循環部分のみが先行・遅行の各構成指標から作成したものとなっている。

#### CIの構造

$$\begin{aligned} \text{合成変化率} &= [\text{合成平均変化率}] + [\text{合成四分位範囲基準化変化率}] \\ &= [\text{トレンド部分}] + [\text{トレンドを除く変動の部分(循環部分)}] \end{aligned}$$

さらに上の合成変化率を累積し、基準年(現在は2005年)を100として指数化する。

そもそも経済の変動を、単純に循環的な動きとトレンドの動きに二分することはできないという批判がある。さらにトレンド成分の抽出手法についても様々な方法が存在する点については留意しておくべきだが、仮に、上のC Iの作成方式を利用し、一致C Iをトレンド部分と循環部分に分離し、それぞれの変化率を累積したものを指数化(05年=100)してみると、次ページの図表のように、循環部分は、過去の景気の山谷に対応した動きを示すことが分かる。



ここで特に注目すべきは、循環部分は2006年8月をピークに明確な下降局面にあるのに対して、トレンド部分は足元まで上昇を続けており、両者の動きの乖離が拡大している点ではないか。このようなトレンド部分と循環部分の乖離は、一致C Iの動きにも影響を与えている。一致C Iは、日本経済が2度目の踊り場を脱却した、2005年後半以降で再拡大し、07年中は、ほぼ横ばい圏での動きを続けていたが、これは景気循環との連動性が強いC Iの循環部分が低下するなかで、トレンド部分がC Iを押し上げた結果であると考えられる。一致C Iは06年1月から08年4月まで、累計で▲0.5ポイント悪化した。それに対するトレンド部分の寄与は+7.0ポイント、循環部分の寄与度は▲7.5ポイントと試算される。

景気の山・谷と、一致CIの循環部分(試算値)のピーク・ボトム

景気基準日付	一致CIの循環部分のピーク・ボトム	差(月)
1980/02 山	1980/02	0
1983/02 谷	1983/02	0
1985/06 山	1985/05	-1
1986/11 谷	1986/11	0
1991/02 山	1990/07	-7
1993/10 谷	1993/12	2
1997/05 山	1997/05	0
1999/01 谷	1998/12	-1
2000/11 山	2000/12	1
2002/01 谷	2001/11	-2
2007末? 山	2006/08	

80年以降の景気の転換点と、C Iの循環部分のピークとボトムの時期を比較してみると、バブル景気の局面を除き、ほとんど両者のピークとボトムの時期は一致してきた。しかし、今回はトレンド部分と循環部分の動きが大きく乖離した結果、一致指数11系列の過半数がピークアウトしたと見られる2007年後半と、循環部分の直近のピーク(06年8月)の間には約1年以上のラグが生じている。なお、バブル景気(91年2月が山)のときは、今回と同様に、C Iの循環部分は90年7月にはピークアウトしたが、トレンド部分は92年10月まで上昇を続けた。この結果、循環部分のピークと、実際の景気の山との間には7ヶ月ほどのラグが生じたと考えられる。

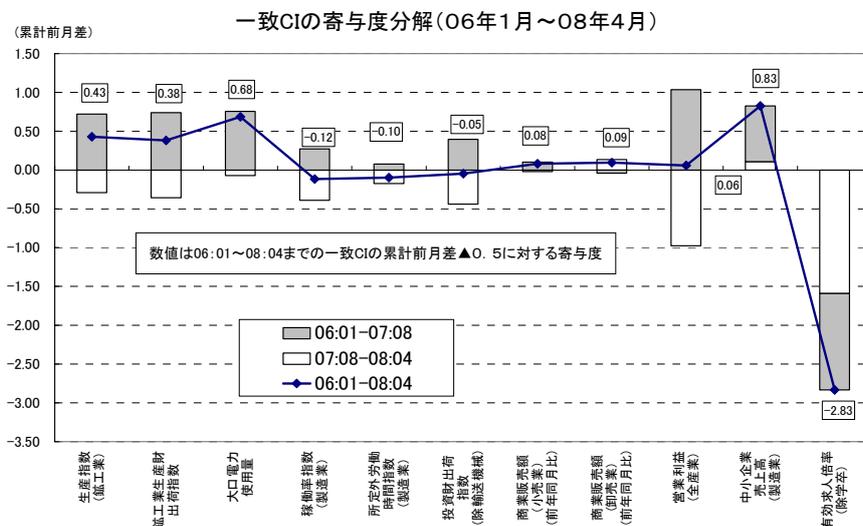
今回についても、C Iの循環部分は、06年後半から明らかに低下傾向にある。このことは、足元の景気が、すでに後退局面入りしていることをサポートする、ひとつの材料と言えるのではないかと。

### ● 足元の一一致CIの低下要因

最後に、足元の一一致C Iの低下が、どの構成指標の動きによるものなのかを、各指標の寄与度から確認してみたい。先にも見たように、景気の現状を示す一致C Iは、日本経済が2度目の踊り場から脱却した2005年後半から明確な上昇基調に転じたものの、2007年8月の105.7をピークに、以降は低下基調が鮮明になっている。

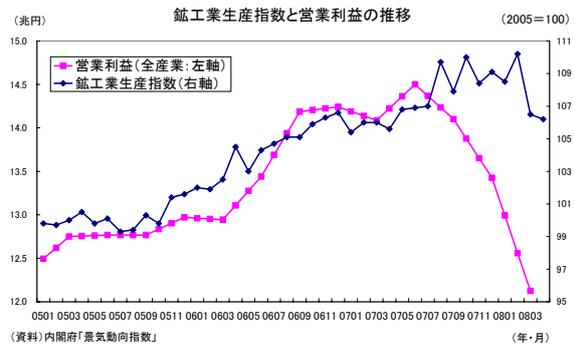
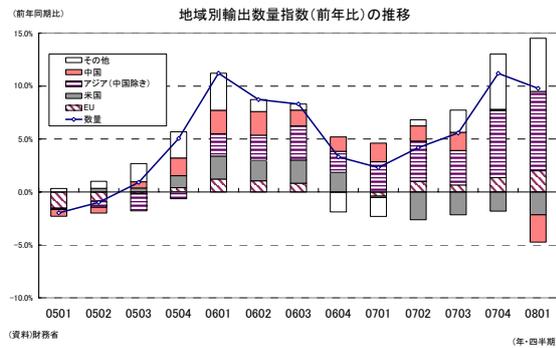
そこで、06年1月から直近のピークである07年8月まで(同期間の一致C Iの累計前月差+3.5ポイント)と、8月から最新の08年4月まで(同:▲4.0ポイント)の2期間に分けて、一致C Iの構成指標の寄与度を計算してみると、06年1月から07年8月までは、鉱工業生産を始めとする生産関連指標や、営業利益、中小企業売上高がプラスに寄与していたものの、07年8月以降の局面では、生産関連指標や営業利益のC Iに対する寄与は軒並みマイナスに転じており、このことが、一致C Iが低下に転じた要因となっている。

有効求人倍率は一貫して、大幅なマイナス寄与となっているが、これは請負・派遣求人の適正化という制度要因によるところもあり、実勢よりも弱めに出ている可能性には留意しておく必要がある。



07年前半にかけては、好調な輸出を背景とした、生産活動の拡大が企業収益の改善に繋がり景気を拡大させる要因となっていた。しかし、07年後半以降は、米国経済の減速、原油・資源価格の高騰、円高の進展により、生産活動が鈍化するとともに、企業の収益環境も大幅に悪化している。このような企業活動の変調が、07年後半から一致C Iが低下に転じた要因となっている。

先行きについても、米国経済の低迷が続くなか、米国向けのみならず、従来までは比較的好調であったアジアを中心とした新興国向けの輸出も伸びが鈍化していくことが予想され、当面、国内の生産活動が再拡大する可能性は低いと考えられる。仮に、5月の景気動向指数で、一致C I 3ヶ月後方移動平均が前月よりも低下すれば、3ヶ月連続での低下となる。これを景気動向指数による基調判断基準に当てはめると、5月の基調判断は、現在の「局面変化」から景気後退の可能性が高いことを暫定的に示す「悪化」に修正されることになる。一致C Iの動きからは、景気は2007年終わり頃をピークにして、すでに後退局面入りしている可能性が高いと考えられるが、5月の景気動向指数ではその見方が裏付けられるかが注目される。



(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证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)