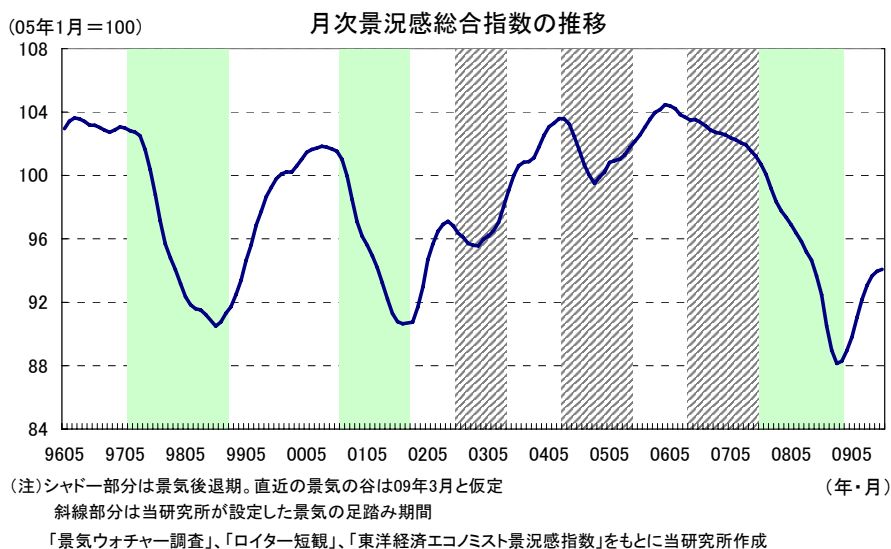


# Weekly エコノミスト・ レター

## 月次の景況感調査からみた景気足踏みの可能性

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 景気は2008年度末を底に比較的順調に回復してきたが、円高の急進などもあり先行き不透明感が高まっている。景気動向に敏感に反応する景気ウォッチャー調査の現状判断DIはこのところ急低下している。
2. 景気動向指数の一致CIを用いて景気の足踏み期間の設定を試みたところ、1980年以降では6回の足踏みがあり、そのうち3回は戦後最長となった前回の景気後退局面で記録しているという結果となった。
3. 景気ウォッチャー調査の現状判断DIの動きは、景気が足踏み状態に入りつつあることを示唆していると捉えることも可能だが、同指数は景気の局面変化に関して間違ったサインを出すこともあるという欠点がある。
4. 月次で調査されている景況感調査の中で、先行性に優れている「景気ウォッチャー調査」と安定性に優れている「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」を組み合わせることにより「月次景況感総合指数」を作成したところ、景気への先行性を有するとともに安定性にも優れていることが分かった。
5. 月次景況感総合指数はここに来て上昇ペースが鈍化しており、景気が順調な回復を続けるか足踏み状態に陥るかの瀬戸際にきていることを示唆している。



## ●景気ウォッチャー調査の現状判断DIが急低下

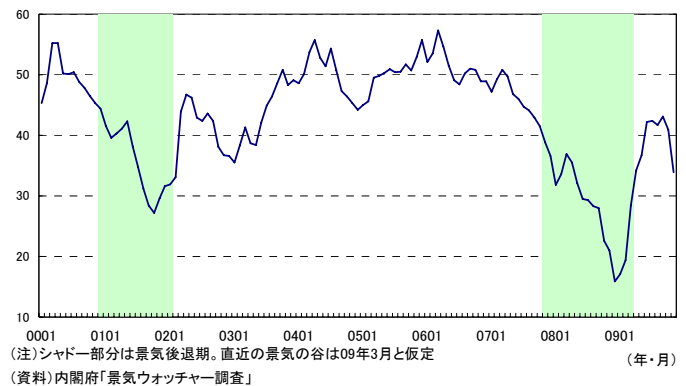
景気は2008年度末を底に比較的順調な回復を続けてきた。しかし、これまで景気を押し上げてきた政策効果が弱まることが見込まれる中、11月下旬から円高が急速に進んだこともあり、景気の先行き不透明感が高まっており、ここにきて景気減速を示唆する経済指標も散見されるようになってきている。特に気になるのが「景気ウォッチャー調査」の最近の動きだ。景気ウォッチャー調査の現状判断DIは2009年初めから急上昇が続いていたが、夏頃から頭打ちとなり、11月には前月から▲7.0ポイントの急低下となった。

景気ウォッチャー調査は、タクシー運転手、コンビニエンスストア店長、スナック経営者など、経済の最前線で働くことにより景気実態を肌で感じている人々が調査対象となっていることもあり、景気動向を敏感に反映する指標として知られている。

実際、2007年11月に始まった景気後退は2009年3月頃に終了したとみられるが<sup>1</sup>、景気ウォッチャー調査の現状判断DIはそれより3ヵ月前の2008年12月に底をつけていた。さらにこの調査が開始された2000年以降の景気循環を振り返ってみると、いずれの局面（2000年11月の山、2002年1月の谷、2007年10月の山）でも、景気が転換点を迎えるよりも早く指数が反転していることが分かる。

ただし、その一方で景気動向に敏感に反応するがために、景気が実際には転換するまでには至らないケースでも転換点のサインを出ることがある点には注意が必要だ。たとえば、前回の景気回復局面（2002年1月～2007年10月）では、途中で2度の「踊り場（＝足踏み）」と呼ばれる局面があったが、このときも指数は明確な低下傾向を示していた。

景気ウォッチャー調査・現状判断DIの推移



## ●景気の足踏み期間設定の試み

現時点では、足もとの景気ウォッチャー調査の動きが景気後退を先取りしているとは考えにくい。景気が近いうちに足踏み状態となることを示唆している可能性はあるだろう。

景気の足踏み状態とは、景気回復の動きが止まり、景気指標の多くがほぼ横ばい圏で推移する状態<sup>2</sup>を指すが、景気足踏みの期間は正式に決められているわけではない。

そこで、ここではまず景気動向指数の一致CIが横ばい圏で推移する「景気足踏み」の期間を設定とすることを試みた。具体的には、一致CIの3ヵ月後方移動平均の前月差が3ヵ月以上、 $0.5 \times 1$

<sup>1</sup> 正式な景気の谷は景気動向指数研究会の議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所長が設定するが、ここでは景気動向指数の一致指数11系列の過半数が底をつけたとみられる2009年3月を景気の谷と仮定して議論を進める。

<sup>2</sup> このような状態のことを「足踏み」という場合と「踊り場」という場合がある。「踊り場」は一時的な景気の中だるみにとどまり、その後再び回復の動きがはっきりしてくる場合を指し、「足踏み」はそのまま景気後退局面に入ってしまう場合も含まれると考えられるが、一般的には必ずしも明確に使い分けられているわけでない。本レポートではより広い範囲の意味を持つ「足踏み」を用いることにする。

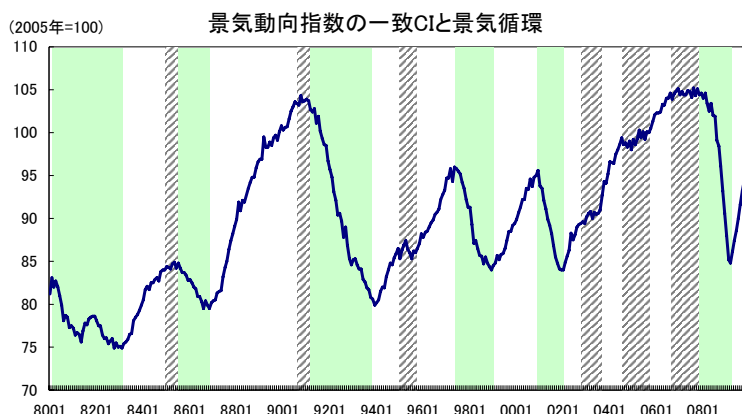
標準偏差分以内にとどまった場合に景気が足踏み状態に入ったとし、前月差が3ヵ月以上、0.5×1標準偏差分以上となった場合に、その直前月までを足踏み期間とした。

このようにして、景気の足踏み期間を設定すると、1980年以降では正式な景気基準日付上は景気回復（拡張）局面となっている中に、6回の足踏み状態があったということになる。このうちの3回は戦後最長となった前回の景気回復局面（2002年1月～）に記録している。また、1985年1月～、1990年9月～、2006年9月～については、景気足踏みの後、そのまま景気後退局面入りしている。なお、足もとの一致CIは7ヵ月連続で前月差1ポイント以上の上昇を続けており、景気動向指数からは今のところ景気足踏みの兆候は見られない。

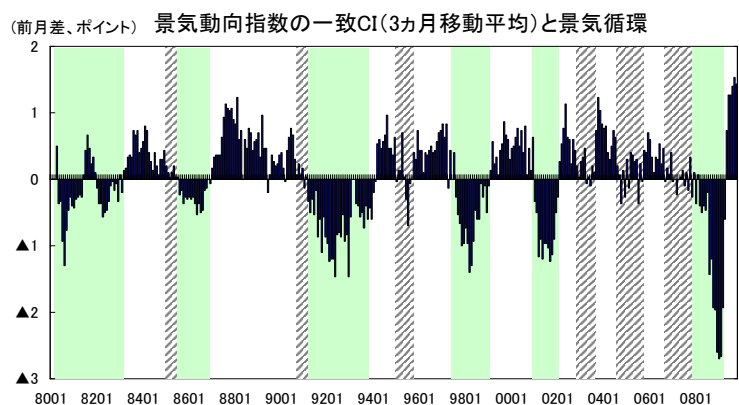
景気の足踏み期間

期 間	景気足踏みの主な要因
85/1～85/6	輸出の弱含み
90/9～91/2	設備、住宅、耐久消費財のストック調整、予防的金融引き締め
95/1～95/9 (95年央)	阪神・淡路段震災、急激な円高
02/11～03/08 (02年後半～03年前半)	イラク戦争、SARSの感染拡大
04/8～05/09 (04年後半～05年前半)	世界的なIT関連財の在庫調整
06/9～07/10	建築基準法改正、サブプライムローン問題、原油高

(注)景気の足踏み期間は景気動向指数(一致CI)に基づいて、当研究所が独自に設定したものである。  
( )内は経済(財政)白書で言及された足踏み(踊り場)の期間



(注)シャドー部分は景気後退期。直近は09年3月を景気の谷と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間 (資料)内閣府「景気動向指数」



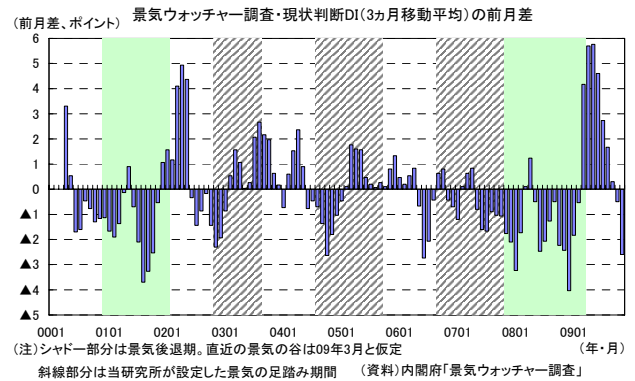
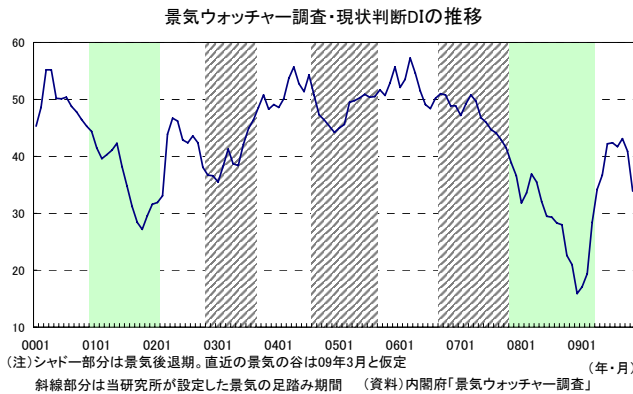
(注)シャドー部分は景気後退期。直近は09年3月を景気の谷と仮定  
斜線部分は当研究所が設定した景気の足踏み期間 (資料)内閣府「景気動向指数」

## ●月次景況感指数3指標の比較

ここで、あらためて景気ウォッチャー調査の現状判断DIの動きを見てみると、正式な景気の転換点に加え、景気が足踏み状態となる場合にも指数はそれに先行して低下し始めていることが分かる。

このことからすれば、足もとの景気ウォッチャー調査の動きは景気が今後足踏み状態となることを示唆していると捉えることも可能である。

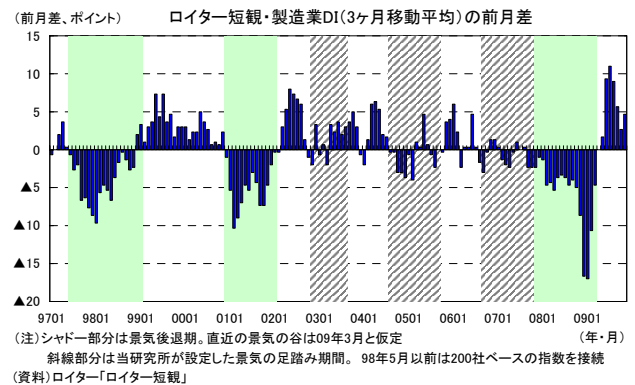
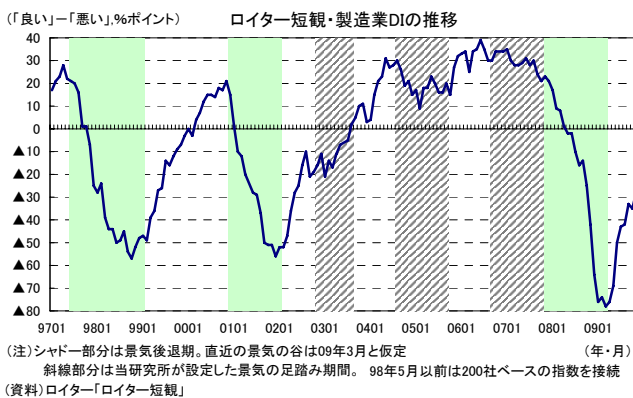
ただし、同指数は月々の振れが大きいため基調が読み取りにくいことに加え、景気が明らかに後退局面にあった2001年3月から5月にかけて3ヵ月連続で指数が上昇するなど、景気の局面が変化していない期間でも指数が一時的に反転する場合があります、景気の局面変化に関して間違っただサインを出すことがあるという欠点がある。月々の振れを均すために、現状判断DIの3ヵ月移動平均の前月差を見てもこの点は解消されない。



次に、景気ウォッチャー調査と同様に月次ベースで景況感の調査が実施されている「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数（東洋経済統計月報）」の動きから、景気足踏みの可能性を探ってみる。

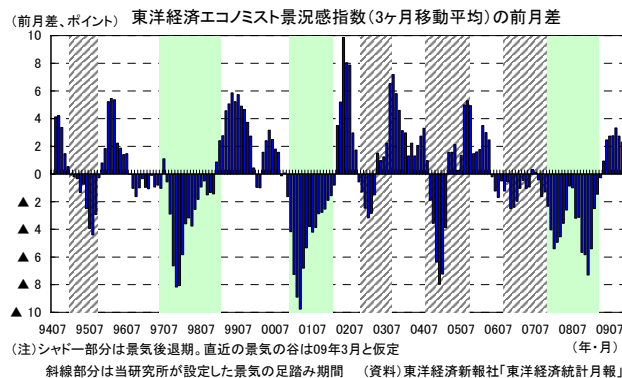
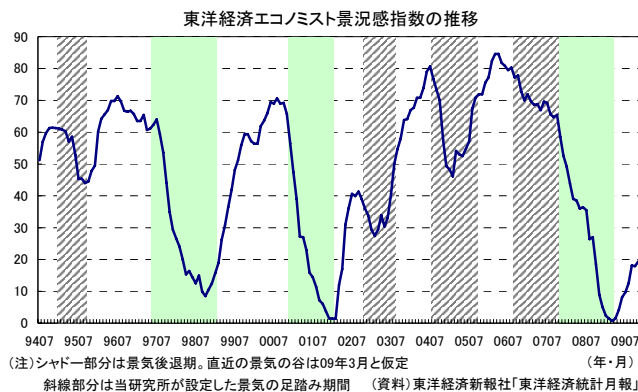
ロイター短観は、ロイター通信社が400社(製造業200社、非製造業200社)を対象に景況感を毎月調査しているもので、日銀短観との連動性が高いことから、日銀短観の月次版と言われることもある。今回は景気との連動性が高い製造業のDIを用いた。

東洋経済エコノミスト景況感指数は、東洋経済新報社が約40人のエコノミストを対象に毎月、足もとと半年後の景況感を調査しているもので、その結果は「東洋経済統計月報」に掲載されている。今回は足もとの景況感指数を用いた。



ロイター短観の製造業DIの動きを見ると、指数のピークとボトムは景気の高谷とほぼ一致するか

若干先行する傾向があることが分かる。ただし、景気ウォッチャー調査に比べると先行期間は総じて短い。また、景気の足踏み局面でも指数が弱含む傾向はあるが、景気ウォッチャーほど基調の変化がはっきりと読み取れない場合がある（2002年～2003年のケース）。一方、比較的安定的な動きをすることから、3ヵ月移動平均の前月差の動きを見ると、景気後退期に指数が上昇するという間違っただサインを出すことはないという利点もある。



東洋経済エコノミスト景況感指数も、ロイター短観と同様に景気の局面変化はほぼ正確に捉えているが、景気ウォッチャー調査に比べれば先行期間は短い。ロイター短観に比べると足踏み局面で比較的是っきりした低下傾向を示している。景気の局面変化に関して間違っただサインを出すことは少なく、3指標の中では最もなだらかな動きを示している。

ちなみに、3指標の直近の底を比較してみると、景気ウォッチャー調査は2008年12月、ロイター短観、東洋経済エコノミスト景況感指数は2009年3月となっている。

ロイター短観、東洋経済エコノミスト景況感指数の足もとの動きを確認しておくと、両指数ともに2009年3月に底をつけてから7ヵ月連続で上昇した後、10月にはいったん低下したが、11月には再び上昇している。両指数ともに現時点では景気足踏みのサインは点灯していない。

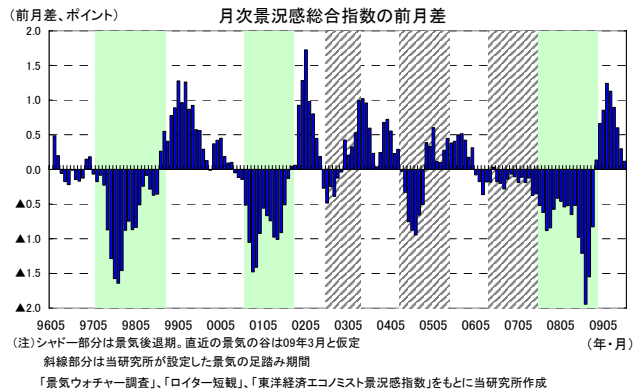
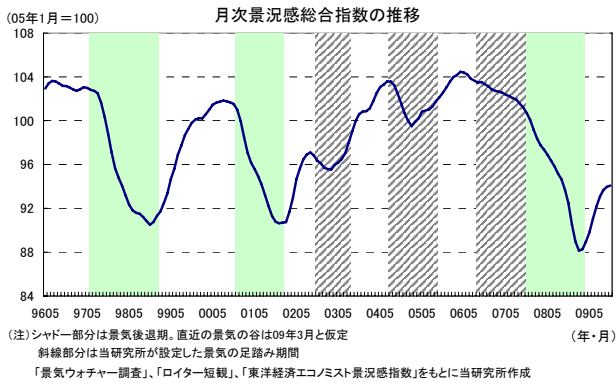
## ● 「月次景況感総合指数」作成の試み

最後に、先行性に優れている「景気ウォッチャー調査」と安定性に優れている「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」を組み合わせた指数を作成することにより、景気の局面変化（足踏みも含めた）を迅速かつ正確に把握することを目的とした「月次景況感総合指数」の作成を試みた。

具体的な指数の作成手順は以下のとおりである。

調査ごとに指数の算出方法、指数の水準、変動幅などが異なるため、まず各指数の前月差を各指数の標準偏差で割ることにより平仄を合わせた上で3指標の前月差の平均値を求める。この値を毎月積み上げることにより指数化した後、3ヵ月後方移動平均をとったものを「月次景況感総合指数」（2005年1月＝100）とした。景気ウォッチャー調査は2000年1月が調査開始となっているため、それ以前の指数はロイター短観、東洋経済エコノミスト景況感指数の2指標の平均を用いている。





月次景況感総合指数の動きを確認すると、景気の局面変化をかなりの的確に捉えていることに加え、一定の先行性も確保していることが分かる。また、いったん指数の方向が変化した場合にはそれが一定期間継続することがほとんどで安定性も優れている。足踏みという微妙な動きも含めた景気の局面変化を見極めるのに有用な指標と言えるだろう。

最近の月次景況感総合指数の動きを見ると、2009年3月以降9ヵ月連続で上昇しているが、上昇ペースは2009年6月の前月差1.24ポイントをピークに鈍化傾向にあり、11月には上昇幅が0.12ポイントまで縮小した。ロイター短観、東洋経済エコノミスト景況感指数は上昇傾向を維持しているものの、景気ウォッチャー調査の急低下が指数を大きく押し下げている。景気が順調な回復を続けるか足踏み状態に陥るかの瀬戸際にあることを示しており、今後数ヵ月のうちに足踏み局面入りのサイン（同指数の前月差がマイナスに転じる）が点灯する可能性もあるだろう。

景気の局面判断をする上で代表的な景況感調査と言えば日銀短観だが、四半期に一度の調査であるため、必ずしも景気の局面変化を迅速に捉えられるとは限らない。直近の日銀短観は12/14に公表されたが、次回の日銀短観が公表されるまで3ヵ月以上あるため、その間の景気の動きはこの調査では把握できないことになる。景気が微妙な局面にさしかかる中、景気判断をする上で月次の景況感調査が果たす役割は大きい。

### 月次景況感総合指数の景気への先行性

	年/月	指数の山谷	先行期間
景気の山	97/05	96/07	10ヵ月
景気の谷	99/01	98/11	2ヵ月
景気の山	00/11	00/08	3ヵ月
景気の谷	02/01	01/12	1ヵ月
足踏み開始	02/11	02/09	2ヵ月
足踏み終了	03/08	03/03	5ヵ月
足踏み開始	04/08	04/07	1ヵ月
足踏み終了	05/09	05/02	7ヵ月
足踏み開始	06/09	06/04	5ヵ月
景気の山	07/10	—	—
景気の谷	09/03	09/02	1ヵ月

(注)足踏み期間は当研究所が設定したもの  
直近の景気の谷は非公式

### 月次GDPの動向

<2009年10月、11月>

10月の月次GDPは、外需の増加を主因に前月比0.4%と3ヵ月連続の増加となった。

11月の月次GDPは、外需は増加を続けるものの、国内需要の減少がそれを上回り、前月比▲0.1%と4ヵ月ぶりの減少を予測する。

# 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2009/6	2009/7	2009/8	2009/9	2009/10	2009/11	2009/4-6	2009/7-9	2009/10-12
<b>実質GDP</b>	524,722	524,397	525,818	527,570	529,586	529,208	524,432	526,173	528,337
前期比年率							2.7%	1.3%	1.7%
前期比	0.2%	▲0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	▲0.1%	0.7%	0.3%	0.4%
前年同期比	▲5.1%	▲6.5%	▲4.8%	▲4.3%	▲3.9%	▲1.3%	▲5.8%	▲5.1%	▲1.8%
<b>内需（寄与度）</b>	505,649	504,421	505,978	508,244	507,222	505,976	506,106	505,832	504,534
前期比	▲0.1%	▲0.2%	0.3%	0.4%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.7%	▲0.1%	▲0.2%
前年同期比	▲3.5%	▲4.3%	▲3.3%	▲3.1%	▲4.6%	▲2.8%	▲3.5%	▲3.5%	▲3.2%
<b>民需（寄与度）</b>	387,144	386,608	387,637	389,760	388,771	387,466	387,263	387,514	385,971
前期比	0.0%	▲0.1%	0.2%	0.4%	▲0.2%	▲0.2%	▲1.0%	0.0%	▲0.3%
前年同期比	▲4.1%	▲4.9%	▲3.9%	▲4.0%	▲5.1%	▲3.4%	▲4.2%	▲4.2%	▲3.6%
<b>民間消費</b>	305,866	306,614	307,460	308,276	308,290	307,081	304,567	307,450	307,139
前期比	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.0%	▲0.4%	1.2%	0.9%	▲0.1%
前年同期比	▲0.7%	▲1.0%	0.3%	0.7%	▲0.6%	0.8%	▲1.1%	▲0.0%	0.8%
<b>民間住宅投資</b>	12,862	12,531	12,365	12,299	12,108	11,864	13,467	12,398	11,969
前期比	▲3.3%	▲2.6%	▲1.3%	▲0.5%	▲1.5%	▲2.0%	▲9.4%	▲7.9%	▲3.5%
前年同期比	▲14.4%	▲17.3%	▲20.4%	▲23.0%	▲24.7%	▲25.4%	▲9.9%	▲20.3%	▲24.5%
<b>民間設備投資</b>	69,204	67,888	68,055	69,291	69,039	69,430	70,353	68,412	68,261
前期比	▲0.8%	▲1.9%	0.2%	1.8%	▲0.4%	0.6%	▲4.6%	▲2.8%	▲0.2%
前年同期比	▲18.8%	▲22.1%	▲20.5%	▲19.4%	▲19.1%	▲11.7%	▲22.2%	▲20.6%	▲15.1%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	-226	137	319	456	-104	-346	-151	304	-347
前期比	▲0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.7%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	▲0.1%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.9%	▲1.0%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.9%
<b>公需（寄与度）</b>	118,480	117,788	118,316	118,460	118,426	118,485	118,742	118,232	118,477
前期比	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	0.0%	▲0.0%	0.0%	0.3%	▲0.1%	0.0%
前年同期比	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%
<b>政府消費</b>	98,148	97,826	98,174	98,604	98,850	98,705	98,325	98,201	98,775
前期比	▲0.3%	▲0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	▲0.1%	0.3%	▲0.1%	0.6%
前年同期比	1.3%	1.5%	1.6%	2.6%	1.5%	1.5%	2.0%	1.9%	1.5%
<b>公的固定資本形成</b>	20,259	19,868	20,048	19,762	19,482	19,687	20,219	19,893	19,540
前期比	▲0.9%	▲1.9%	0.9%	▲1.4%	▲1.4%	1.0%	6.3%	▲1.6%	▲1.8%
前年同期比	10.9%	11.8%	7.3%	9.4%	7.2%	6.9%	12.6%	9.4%	6.4%
<b>外需（寄与度）</b>	17,092	17,996	17,859	17,345	20,383	21,251	15,164	17,733	20,669
前期比	0.3%	0.2%	▲0.0%	▲0.1%	0.6%	0.2%	1.4%	0.4%	0.7%
前年同期比	▲1.8%	▲2.6%	▲1.8%	▲1.6%	0.1%	0.8%	▲2.7%	▲2.0%	0.7%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	67,208	68,653	69,160	70,229	71,727	74,244	65,124	69,347	73,311
前期比	3.3%	2.2%	0.7%	1.5%	2.1%	3.5%	6.5%	6.5%	5.7%
前年同期比	▲25.8%	▲26.1%	▲24.5%	▲18.1%	▲20.2%	1.7%	▲29.3%	▲22.9%	▲5.4%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	50,115	50,657	51,302	52,884	51,344	52,993	49,960	51,614	52,642
前期比	1.2%	1.1%	1.3%	3.1%	▲2.9%	3.2%	▲3.4%	3.3%	2.0%
前年同期比	▲22.3%	▲17.2%	▲19.0%	▲12.9%	▲26.9%	▲5.3%	▲19.0%	▲16.4%	▲13.2%

## <民間消費の内訳>

<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	248,400	249,033	250,423	250,969	250,684	249,737	247,388	250,142	249,805
前期比	0.3%	0.3%	0.6%	0.2%	▲0.1%	▲0.4%	1.4%	1.1%	▲0.1%
前年同期比	▲1.2%	▲1.2%	0.1%	0.5%	▲0.6%	0.8%	▲1.6%	▲0.2%	0.8%
<b>需要側推計</b>	▲0.3%	▲0.1%	0.6%	0.5%	▲0.2%	▲0.4%	1.5%	0.5%	▲0.0%
前年同期比	4.9%	4.2%	5.2%	5.8%	4.0%	2.2%	4.8%	5.0%	3.6%
<b>供給側推計</b>	1.2%	▲0.0%	0.3%	1.1%	0.1%	▲0.7%	2.3%	1.4%	0.4%
前年同期比	▲3.5%	▲5.6%	▲4.6%	▲3.2%	▲4.0%	▲1.9%	▲4.8%	▲4.5%	▲2.1%
<b>帰属家賃</b>	4,222	4,229	4,233	4,235	4,241	4,244	50,677	50,809	50,924
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
前年同期比	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%

(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。