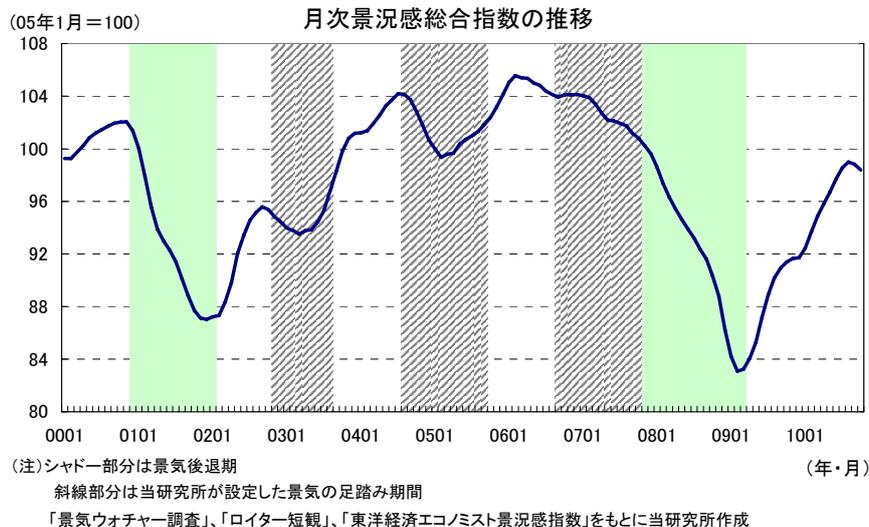


# Weekly エコノミスト・ レター

## 景気後退は回避できるのか ～月次景況感総合指数から見た景気動向

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

1. 日本経済は2009年3月を底に比較的順調な回復を続けてきたが、円高の進展や海外経済の減速を背景とした輸出の減速などから、このところ足踏み状態となっている。
2. 「景気ウォッチャー調査」、「ロイター短観」、「東洋経済エコノミスト景況感指数」を用いて当研究所が作成した「月次景況感総合指数」は、2010年9月に前月差▲0.2ポイントと1年7ヵ月ぶりにマイナスとなった後、10月には同▲0.4ポイントとマイナス幅が拡大した。
3. 当指数が2ヵ月以上続けて低下したケースは、全て景気足踏みか景気後退局面入りしており、先行期間は概ね1～2ヵ月となっている。足もとの景気が足踏み状態にあることは確実であり、今後の焦点は景気が足踏みでとどまるか、それともそのまま景気後退に陥ってしまうかである。
4. 景気動向指数（一致指数）を用いて簡便的にヒストリカルDIを作成すると、2010年8月から50%を下回っている。景気の低迷は今年度いっぱい続くという見方も少なくないが、その場合には、景気は足踏みではとどまらず、すでに後退局面入りしていたということになる可能性が高くなる。景気後退回避のために残された時間は意外に短い。

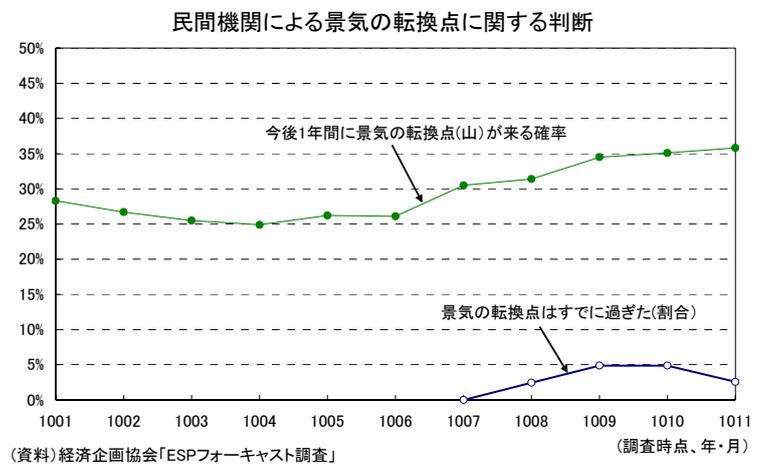


## ●景気は足踏み状態に

日本経済は2009年3月を底に比較的順調な回復を続けてきたが、円高の進展や海外経済の減速を背景とした輸出の減速などから、このところ足踏み状態となっている。

政府は10月の月例経済報告で景気の基調判断を下方修正し、「景気はこのところ足踏み状態となっている」としたが、民間エコノミストの間では夏頃から景気に対する慎重な見方が次第に増え始めている。

経済企画協会の「ESPフォーキャスト調査」によれば、今後1年間に景気が後退局面入りする確率（エコノミスト約40人の平均値）は2010年6月までは20%台半ばで推移してきたが、7月以降は上昇を続け11月調査では35.8%となった。さらに、足もとの景気が足踏みにとどまらずすでに後退局面入りしているとの見方も浮上している。同調査では、政府が2010年6月に景気の谷を正式に認定したことを受けて、7月調査以降は「景気はすでに転換点（山）を過ぎているか」との設問が追加された。7月調査では「景気がすでに転換点を過ぎている」という回答はゼロだったが、8月調査以降はごく少数ながらもすでに景気後退局面入りしているとみるエコノミストも存在するようになっていく（8月：1人、9月：2人、10月調査：2人、11月調査：1人）。



（月次景況感総合指数から見た最近の景気動向）

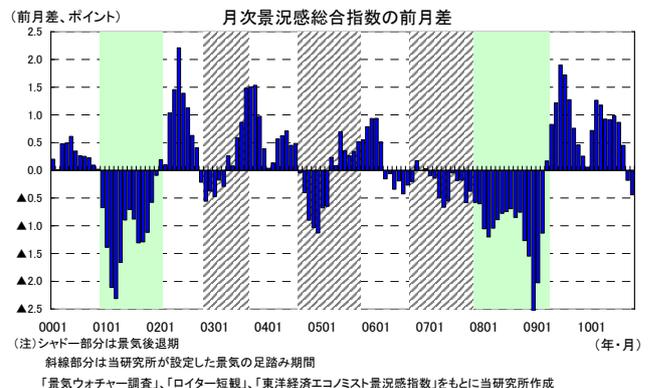
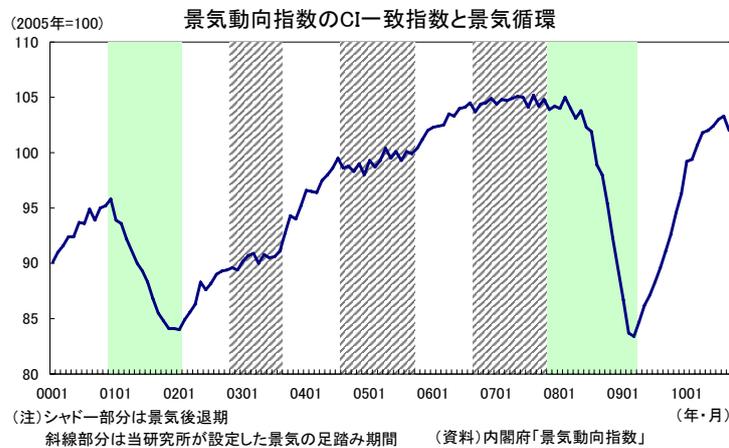
ここで、景気の現局面を当研究所が2009年12月に作成した「月次景況感総合指数」で見てもよい<sup>1</sup>。同指数は、月次ベースで景況感が調査されている「景気ウォッチャー調査」（内閣府）、「ロイター短観」（ロイター）、「東洋経済エコノミスト景況感指数」（東洋経済新報社）を組み合わせることによって景気の局面変化を迅速に捉えることを目的とした指標であり、景気の正式な転換点に加え、景気が足踏み状態という微妙な局面に入る場合にも指数が明確に低下するという特徴がある。また、いったん指数の方向が変化した場合にはそれが一定期間継続することがほとんどで安定性にも優れている。

景気の足踏み期間は正式に決められているわけではないため、ここでは景気動向指数のC I一致指数を用いて当研究所が独自に設定した。具体的には、C I一致指数の3ヵ月後方移動平均の前月差が3ヵ月以上、0.5×1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。

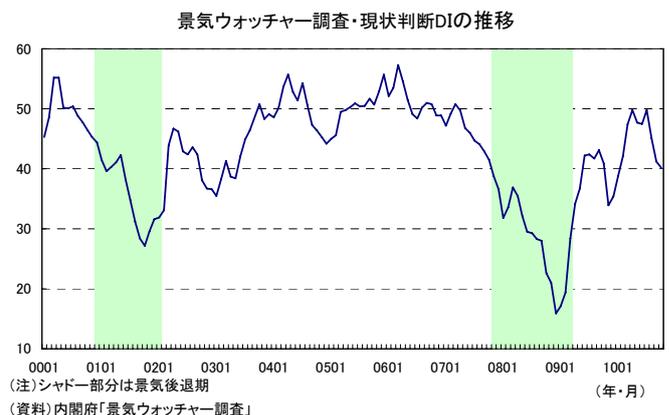
<sup>1</sup> 指数の作成方法等については「weeklyエコノミストレター2009.12.18」、または「ニッセイ基礎研REPORT 2010年4月号」を参照

このようにして設定した足踏み期間は、政府が経済財政白書等で言及しているものと概ね一致しており、2002年以降の戦後最長の景気回復局面では途中で3回の足踏み状態があったということになる。このうち3回目の足踏みについては、その後景気が持ち直すことなくそのまま後退局面入りしている。

最近の「月次景況感総合指数」の動きを確認してみると、正式な景気の谷の1ヵ月前の2009年2月を底として急上昇した後、2009年末にかけていったん弱含んだが、2010年に入り再び上昇ペースが加速した。しかし、円高、株安の進行を受けて夏頃から上昇ペースが鈍化した後、9月には1年7ヵ月ぶりに前月差▲0.2ポイントとマイナスに転じ、10月には同▲0.4ポイントとマイナス幅が拡大した。当指数が2ヵ月以上続けて低下したケースは、全て景気足踏みか景気後退局面入りしており、先行期間は概ね1~2ヵ月となっている。足もとの景気が足踏み状態にあることは確実に言えるだろう。



月次景況感総合指数の構成指標を個別に見てみると、指数の低下に最も大きく寄与しているのは「景気ウォッチャー調査」で、同調査の現状判断DIは2010年8月に前月比▲4.7ポイントの急低下となった後、9月が同▲3.9ポイント、10月が同▲1.0ポイントと3ヵ月連続で低下している。また、「東洋経済エコノミスト景況感指



数」は2010年9月まで上昇を続けてきたが、10月には前月差▲6.8ポイントと急速に落ち込んだ。「ロイター短観」は2010年9月に11ヵ月ぶりに低下した後、10月にはいったん持ち直したが、11月には再び低下した。

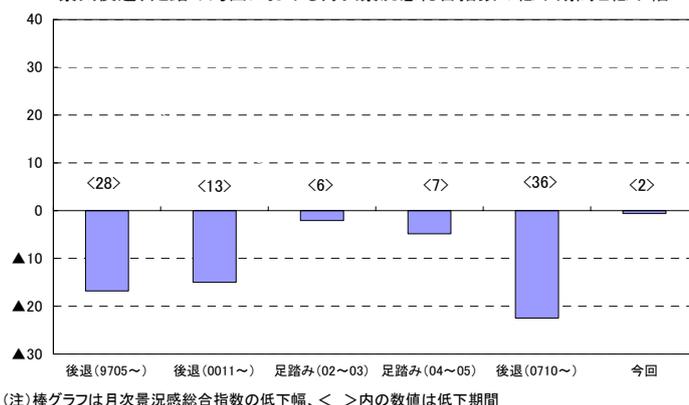


(景気後退は回避できるのか)

景気が足踏み状態となったことは確実であり、今後の焦点は景気が足踏みでとどまるか、それともこのまま景気後退に陥ってしまうかだろう。

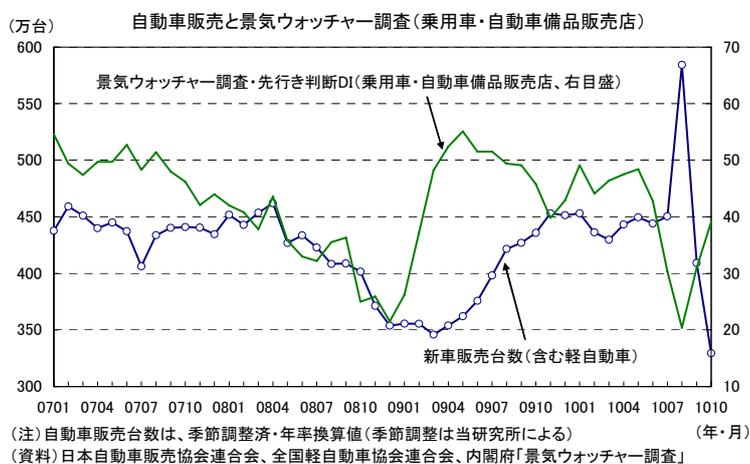
過去の月次景況感総合指数の低下局面を見ると、景気後退が回避されたケースでは、低下期間は半年程度、低下幅は▲5ポイント以内でとどまっておき、足もとの景気停滞が足踏みでとどまるかどうかのひとりの目安と言える。

景気後退、足踏み局面における月次景況感総合指数の低下期間と低下幅



景気が持ち直しに向かうためには、駆け込み需要の反動で大きく落ち込んでいる自動車販売が早期に持ち直すことがひとつの条件と考えられる。自動車販売台数はエコカー補助金終了前の駆け込み需要で8月に前月比29.7% (季節調整値は当研究所による) と急増した後、その反動から急速に落ち込み (9月が前月比▲30.0%、10月が同▲19.5%)、10月の販売台数はリーマン・ショック後を下回る水準となっている。

ただし、景気ウォッチャー調査における乗用車・自動車備品販売店の先行き判断DIは8月に20.4と過去最低水準を記録し



た後、9月に31.0、10月に39.1と大きく改善している。同業種の現状判断D Iは引き続き低下しており、先行き判断D Iの改善には期待先行の面も強いと考えられるが、先行き判断D Iは実際の販売台数に先行して動く傾向がある。反動の影響一巡により比較的早い段階で自動車販売が持ち直す可能性があることを示唆する動きとして注目される。

(ヒストリカルD Iからみた景気後退の可能性)

正式な景気基準日付は、主として景気動向指数(一致指数)のヒストリカルD Iを用いて決定される。ここで、簡便的にヒストリカルD Iを作成すると<sup>2</sup>、一致指数11系列のうち、商業販売額指数(卸売業)、商業販売額指数(小売業)が4月、鉱工業生産指数、鉱工業生産財出荷指数、稼働率指数が5月、中小企業売上高が7月にピークをつけた可能性があり、この場合にはヒストリカルD Iは8月に50%割れすることになる。つまり、現時点では2010年7月が景気の山の候補ということになる。

内閣府の景気動向指数研究会では、景気後退のひとつの条件として経済活動の収縮がある程度の期間持続することを挙げており、目安としては直前の谷が直前の山から5ヵ月以上経過していることとしている。このため、最短では、すでにピークアウトしている可能性がある系列が12月まで悪化を続けた場合に、事後的に景気後退と認定される可能性がある。

また、これまで足踏みから景気後退に至らなかったケースでは、景気動向指数のC I一致指数がほぼ横ばい圏の動きとなっていたが、今回はC I一致指数が9月に前月から▲1.3ポイント低下した後、10月には鉱工業生産の急減を主因としてさらに大きく落ち込むことがほぼ確実であるため、量的な変化(深さ)についても景気後退の条件を満たしやすくなっている。

景気の低迷は今年度いっぱい続くという見方も少なくないが、その場合には、景気は足踏みではとどまらず、すでに後退局面入りしていたということになる可能性が高くなる。景気後退回避のために残された時間は意外に短い。

### 簡便法によるヒストリカルDI(一致指数)の試算

年 月	2009						2010								
	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
生産指数(鉱工業)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
鉱工業生産財出荷指数	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
大口電力使用量<100万KW>	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
稼働率指数(製造業)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
所定外労働時間指数(製造業)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
投資財出荷指数(除輸送機械)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
商業販売額(小売業)<前年同月比>	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
商業販売額(卸売業)<前年同月比>	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
営業利益(全産業)<億円>	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
中小企業売上高(製造業)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
有効求人倍率(除学卒)	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
拡張系列	9	10	11	11	11	11	11	11	11	11	9	6	5	4	2
ヒストリカルDI	81.8%	90.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	81.8%	54.5%	50.0%	40.0%	22.2%

(注)各系列とも今後低下が続くとして簡便的に作成したヒストリカルDI

<sup>2</sup> 実際のヒストリカルD Iはブライーボッシュン法により各系列の山谷が決定されるが、山(谷)から6ヵ月以上先のデータが必要となるため、現時点ではブライーボッシュン法は適用できない。

(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。