

## テーマ：景気判断をミスリードする景気動向指数

～「刈り込み」処理により、C Iの水準は景気実態から大幅に上振れている～

発表日：2010年3月5日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 主任エコノミスト 新家 義貴  
TEL:03-5221-4528

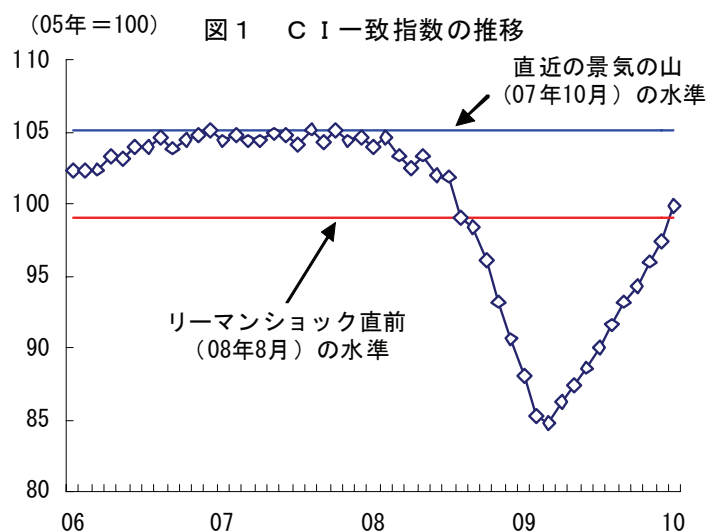
### （要旨）

- 3月9日に公表される景気動向指数では、一致C Iの水準が、リーマンショック直前にあたる08年8月の水準を上回る見込みである。このことを受け、「景気は水準で見てもリーマンショック前の水準を上回った」との見方が広がる可能性がある。
- しかし、現在公表されている一致C Iは、指数作成上の問題により景気的水準を大幅に過大評価している可能性が高く、実際の景気は、リーマンショック前を大幅に下回る水準にとどまっている。
- C Iの作成に際しては、構成系列が大きな変動をした場合、外れ値として刈り込まれる。リーマンショック以降、経済指標は軒並み記録的な落ち込みを示したが、このかなりの部分が機械的に刈り込みの対象となった結果、景気の本来の落ち込みと比べて、当時のC Iの悪化度合いはかなり小さかった。その影響が残存しているため、C Iには大きな歪みが生じている。
- リーマンショック以降について、外れ値の刈り込みを行わずに一致C Iを再計算したところ、09年3月の水準は60.1となり、公表値の84.7と比べて約3割も低い水準にある。10年1月についても、試算値の水準は公表値を1割以上も下回っている。外れ値の刈り込みを行わず、正しく景気動向を把握すれば、「景気的水準」は依然としてかなり低い。
- 今後は、これまでの通常の公表値に加えて、外れ値の刈り込みを行わない系列も同時に公表するなどの対応を検討すべきと考える。

### ○ 1月のC I一致指数の水準は、リーマンショック直前の水準を上回る見込みだが・・・

C Iの改善が続いている。3月9日に公表予定の景気動向指数・10年1月分でも、C I一致指数は前月差+2.5ポイントが予想され、10ヶ月連続の改善となる見込みだ。景気が着実に改善していることが示されるだろう。

注目されるのは、その水準である。1月分のC I一致指数の水準は99.9が予想されるが、この水準は、リーマンショック直前である08年8月の99.1を上回る。C I一致指数上は、リーマンショック以降の落ち込み分を取り戻しているということになる。また、直近の景気の山である07年10月と比較しても、10年1月時点で既に約95%の水準まで回復する見込みだ。現在の改善ペースを踏まえると、今後数か月でこの水準も上回る可能性が高いだろう。C Iは、「景気の方角」



出所：内閣府「景気動向指数」  
注：直近の値は筆者試算値

だけでなく、「景気の量感」も測定できることが特徴である。そのため、10年1月分のC I一致指数の結果公表後、「方向として景気が回復しているだけでなく、景気は水準で見てもリーマンショック前の水準を上回った」との見方が広がる可能性がある。

だが、こうした見方には大きな問題がある。現在公表されている一致C Iの値は、景気的水準を大幅に過大評価している可能性が高いのである。実際の景気は、リーマンショック以前を大幅に下回る水準にとどまっていると考えられる。

### ○ 刈り込み処理によりC Iに大きな歪みが。景気的水準は依然低い

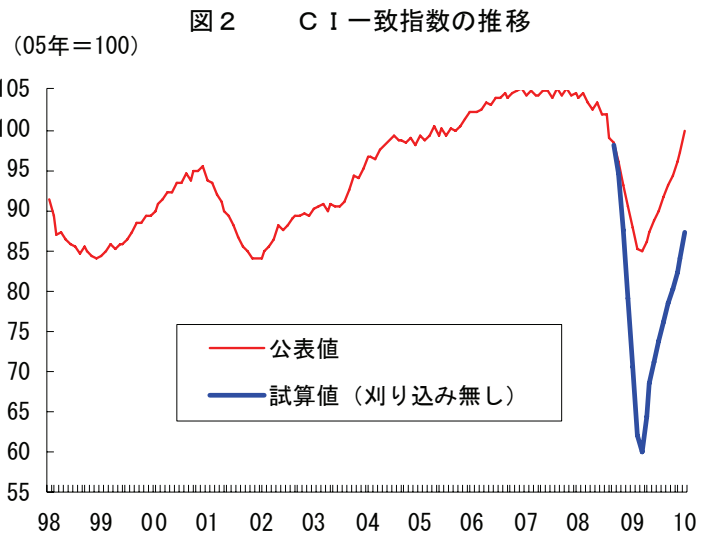
その理由はC Iの作成方法にある。一致C Iは11の構成指標の変化率を合成することによって作成されているため、一つの系列が極端な変動を示した場合にはC I全体の動きも大きな影響を受ける。こうした攪乱を避けるため、C Iの作成に際しては外れ値を刈り込むという作業が行われているのだが、このことが大きな問題を発生させているのである。

たまたま生じた異常値の影響を除去することがこの作業の目的なのだが、その異常な変動が単に偶然起こったノイズに過ぎないのか、それとも真の景気の動きを表しているのかを判断することなく、異常値は機械的に刈り込まれる。後者の場合、C Iが実態から乖離してしまうだろう。

一致C Iの構成指標の一つである鉱工業生産指数を例にとってみよう。リーマンショック以降の鉱工業生産の対象変化率を確認すると、08年10月が▲3.4%、11月が▲7.2%、12月が▲8.7%、09年1月が▲10.6%、2月が▲9.8%と過去に例の無い落ち込みとなっているが、これらは刈り込みの対象となっており、一致C Iの計算上は、これらすべての月が▲2.9%に変換される。他の指標も同様であり、刈り込みの結果、実際の落ち込みと比べてかなりマイルドな値に変換されてC Iの計算が行われている。こうした事情から、経済指標の歴史的な落ち込みが続いた08年10月から09年2月については、一致C Iがリーマンショック後の景気の落ち込み度合いを大幅に過小評価し、実態よりも高く算出されている。

そこで、リーマンショック後（08年9月以降）について、外れ値の刈り込みを行わずに一致C Iを再計算したものが図2である。刈り込みを行わないことにより、姿が大きく異なることが分かるだろう。直近のボトムである09年3月の値を比べると、公表値は84.7であるのに対して、刈り込みを行わない試算値では60.1まで低下しており、約3割もの差がある<sup>1</sup>。また、10年1月についても、前述の通り、公表値はリーマンショック直前（08年8月）の水準を上回るのに対して、より景気実態を適切に表していると考えられる試算値でみると、1割以上も低い水準にとどまっている。また、直近の景気の山である07年10月に対しても、2割近く低い水準にあることが分かる。

このように、外れ値の刈り込みを行わず正しく景気動向を把握すれば、「景気的水準」



出所：内閣府「景気動向指数」より筆者試算  
注：公表値の直近の値は筆者試算値

<sup>1</sup> 09年4月以降については逆に、経済指標が高い伸びを示した一方で、上昇率をマイルドにする形で刈り込みが行われている。そのため、09年4月以降については、実際の景気上昇ペースは、公表値の上昇ペースよりも速かったと考えられる。ただし、それでも10年1月の段階でリーマンショック以降の落ち込みを埋め合わせることはできていない。

は依然としてかなり低いということが確認できる。この点、現在公表されているC Iは、かなりミスリーディングである。現在公表されているC Iが、刈り込みによってかなり歪んでいることを正しく理解することが必要だろう。

外れ値を刈り込むことには、指標のノイズを除去し景気判断を行い易くできるという利点もあり、そのこと自体が誤りというわけではない。だが、外れ値を刈り込むことで、本来必要な情報までも失ってしまう可能性があることはしっかりと認識しておく必要がある。C Iは、景気判断においてよく用いられる経済指標であるため、こうした歪みを放置せず、より適切な形に見直していくべきだろう。今後は、これまでの通常の公表値に加えて、外れ値の刈り込みを行わない系列も同時に公表するなどの対応を検討すべきと考える。