

テーマ：景気動向指数（2011年9月）の予測

発表日：2011年11月1日（火）

～作成方法が改定された新しい景気動向指数が公表。景気実態をより適切に判断することが可能に～

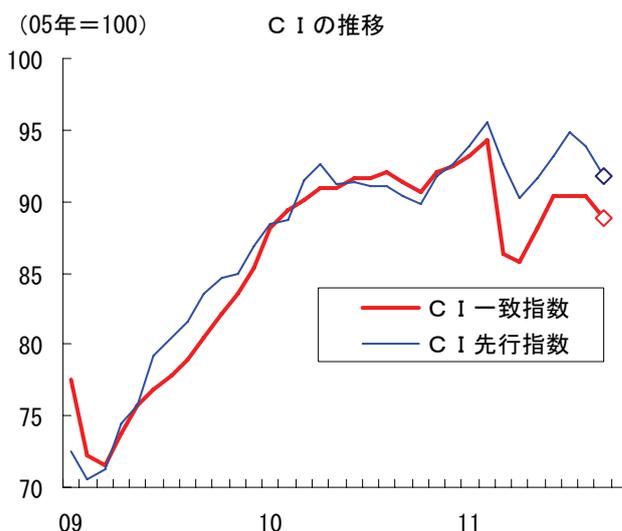
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ 一致、先行とも大幅低下。基調判断は「下げ止まり」で現状維持の見込み

指数の算出方法が変更された新しい景気動向指数の公表が、2011年9月分（11月7日公表予定）から開始される。この新方式で計算された9月のC I一致指数は前月差▲1.5ポイントと、大幅に低下すると予想する。C I一致指数は5月に同+2.4ポイント、6月に同+2.3ポイントと急回復していたが、7月以降は改善ペースの鈍化が明確になっている。サプライチェーンの復旧に伴う生産の急回復局面がほぼ終了したことに加え、需要の伸びが限定的なものにとどまっていることが背景にあるとみられる。先行きについても、海外経済の減速、円高の持続などの悪材料の存在により、不透明感が非常に強い状況にある。なお、一致指数の内訳では、所定外労働時間や有効求人倍率がプラス寄与の一方、中小企業出荷指数、鉱工業生産指数、投資財出荷指数などが押し下げ要因になる見込みである。

内閣府によるC I一致指数の基調判断は、2011年3月にそれまでの「改善」から「下方への局面変化」に下方修正された後、6月に「下げ止まり」に上方修正されているが、9月についても「下げ止まり」で現状維持となる可能性が高い。9月に大幅低下することで、C I一致指数の3ヶ月移動平均の値は4ヶ月ぶりにマイナスに転じる見込みだが、「原則として3ヶ月以上連続して、3ヶ月後方移動平均が下降した場合」という「悪化」への下方修正基準を満たさないため、現状維持になると予想される。仮に今後C Iの低下が続いたとしても、基調判断の「悪化」への下方修正は、最短で11月分公表時ということになる。

また、9月のC I先行指数も前月差▲2.1ポイントと、2ヶ月連続の低下が予想される。内訳では、新設住宅着工床面積や日経商品指数（42種）、最終需要財在庫率指数などの押し下げ寄与が大きい。



9月C I一致指数の前月差に対する個別系列の寄与度の予想

寄与度がプラスの系列	寄与度	寄与度がマイナスの系列	寄与度
所定外労働時間指数(調査産業計)	0.20	中小企業出荷指数(製造業)	-0.47
有効求人倍率(除学卒)	0.15	生産指数(鉱工業)	-0.40
商業販売額(小売業)(前年同月比)	0.10	投資財出荷指数(除輸送機械)	-0.40
大口電力使用量	0.02	耐久消費財出荷指数	-0.29
		商業販売額(卸売業)(前年同月比)	-0.24
		鉱工業生産財出荷指数	-0.14

		営業利益(全産業)	-0.06

9月C I 先行指数の前月差に対する個別系列の寄与度の予想

寄与度がプラスの系列	寄与度	寄与度がマイナスの系列	寄与度
消費者態度指数	0.42	新設住宅着工床面積	-0.84
中小企業売上げ見通しD.I.	0.36	日経商品指数(42種)	-0.78
		最終需要財在庫率指数(逆サイクル)	-0.48
		鉱工業生産財在庫率指数(逆サイクル)	-0.34
		東証株価指数	-0.23
		新規求人数(除学卒)	-0.16
		長短金利差	-0.00
		実質機械受注(船舶・電力を除く民需)	-0.02
		投資環境指数(製造業)	-0.00

○ 「外れ値」処理の改善によりC Iの過大評価が是正され、より景気実態に近いものに

今回の景気動向指数の改定では、①「外れ値」処理方法の変更、②採用系列の改定、などが行われた。特に影響が大きいのが①である。従来は、採用系列が大幅な変動を示した場合は外れ値として処理されていたが、この手法ではリーマンショックや大震災などで景気が実際に大幅に落ち込んだ場合でも機械的に「外れ値」とみなされてしまう。その結果、景気の実態と比べてC Iの落ち込みが過小評価されてきたのだが、今回の改定ではこの外れ値処理の方法が改善された¹。

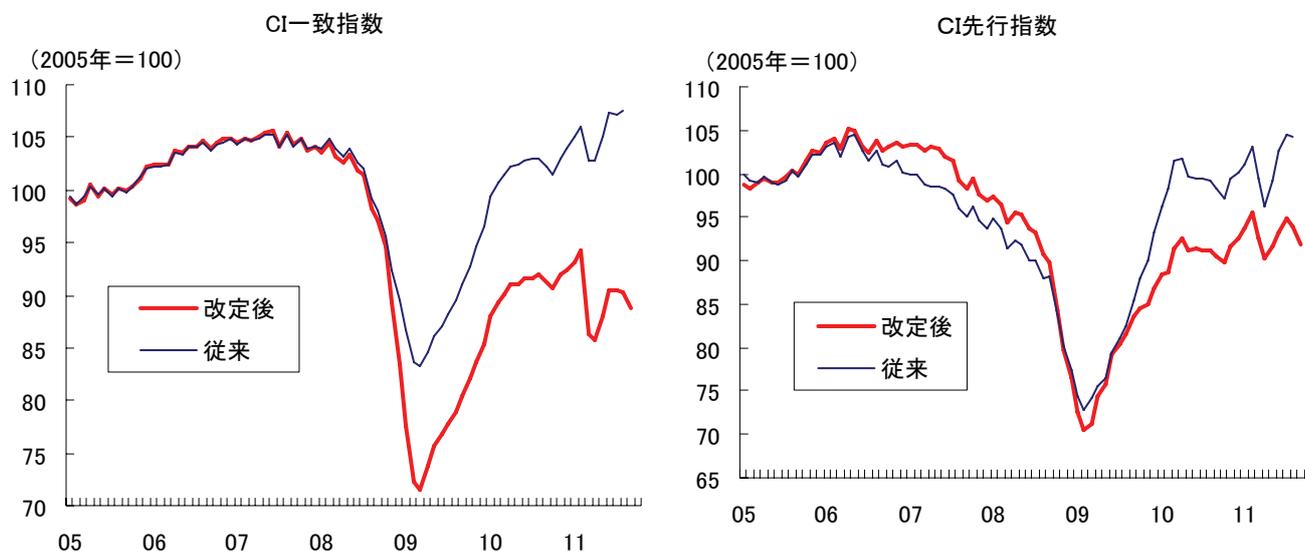
実際にC I一致指数の値を確認すると、従来は、直近8月の水準はリーマンショック前や震災前を上回っており、落ち込み分を完全に取り戻した形になっていた。しかし改定後の数字では、依然震災前の水準には届かず、リーマンショック前の水準にも遠く及ばないという姿に変わった。外れ値処理方法の改善により従来のC I水準の過大評価が是正され、より景気実態に近いものになったと考えられる。適切な改定として高く評価できるだろう。

そのほか、採用系列についても改定が行われた。従来の採用系列は、名目値系列と実質値系列、前年比系列と水準系列が混在するなど整合性に欠ける面があったため、より整合性をとる形で改定が行われた。具体的には、名目値である中小企業売上高を実質値である中小企業出荷指数に変更したほか、前年比を用いていた日経商品指数、東証株価指数、耐久消費財出荷指数を、水準値系列に転換した。また、採用系列が製造業関連に偏っているという批判に対応するため、稼働率指数を除外したほか、所定外労働時間指数(製造業)や常用雇用指数(製造業)について、製造業ではなく調査産業計に範囲を拡大している。また、これまで先行系列だった耐久消費財出荷指数は、一致系列に組み入れられた。いずれも適切な改定と言えるだろう²。

¹ リーマンショックのようなマクロショックが発生し、多くの系列に影響が同時に生じる場合には「共通循環変動」とみなして外れ値処理の対象にならない。そして、共通循環変動を除いた系列固有の変動について外れ値処理を行うことになった。計算は色々複雑だが、結局のところ、新方式の数字と、従来参考値として公表されていた「刈り込みなし」系列はほとんど変わらない。であれば、敢えて複雑な処理を行わず、「刈り込みなし」系列を正式系列にすれば良いのではという気が個人的にはするのだが。

² ただし、商業販売額(卸売業)、商業販売額(小売業)などで依然として前年比系列が残っている。パフォーマンスの問題から残されたものと推察されるが、今後、さらなる改善が期待される。また、採用系列における製造業関連指標の比率が高いという問題も、(稼働率は除外されたものの)依然残っている。景気全体の動きを反映するため非製造業関連指標を増やすべきとの考えがある一方、景気転換点の判断では製造業を重視すべきとの考えもあるため難しいところではあるが、今後検討を進めて行くことが望まれる。なお、非製造業についてはそもそも長期時系列データが取れる適切な経済指標が少ないという問題もある。

この改定の結果、C I 一致指数の基調判断も、過去に遡って見直されている。従来の判断では、3月の大震災後も「改善」が続いていた³のだが、改定後には、3月に「下方への局面変化」に下方修正され、6月に「下げ止まり」に変更される形に変わっている。外れ値処理が改善されたことで、実態をより適切に反映されるようになったことが、基調判断にも影響を与えている。



(出所) 内閣府「景気動向指数」。2011年8、9月は第一生命経済研究所予測値

³ 3月から5月については但し書き付の「改善」である。6月以降は但し書きが外れた。