

景気拡大のシグナルを検討する

発表日：2015年3月27日（金）

～景気ウォッチャー調査と鉱工業生産統計に着目～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

政府が月例経済報告で景気判断を上方修正した。すでに、生産統計は景気上向きのシグナルを発している、焦点はさらにそれが加速するかどうかにかかっている。景気ウォッチャー調査についても、株価上昇によって消費者マインドが改善している側面もあるが、海外経済の拡大と連動して改善していることに注目したい。反面、リスクはそうした海外経済の拡大が米利上げによって脅かされることである。

月例経済報告が判断を上方修正

政府は、3月の月例経済報告で、8か月振りに景気判断を上方修正した。消費税増税後の反動減の影響下で、安倍首相は消費税の再増税を先送りしたが、そこで強調されていた景気下振れリスクからの脱却を、政府が遅ればせながら認めた格好である。

とはいえ、筆者など民間エコノミストは、11月末に発表された鉱工業生産統計などに基いて、すでにボトムアウトしている兆候を読み取っていた。最近の景気動向指数 CI・一致指数

の推移をみても、2014年8月がボトムになって、2014年12月・2015年1月と底入れ感を鮮明にしている(図表1)。今となつては世の中の景気認識が、昨年末にはバックワード・ルッキングになってしまったことが悔やまれる。専門家であるエコノミストは、政治的見解に左右されることなく、景気指標の中で先行指標に注目しながら景気情勢を見極めるべきだと思う。そこで本稿では、景気に敏感に動きやすい景気ウォッチャー調査*と鉱工業生産を材料にして景気拡大の蓋然性を考えてみた。

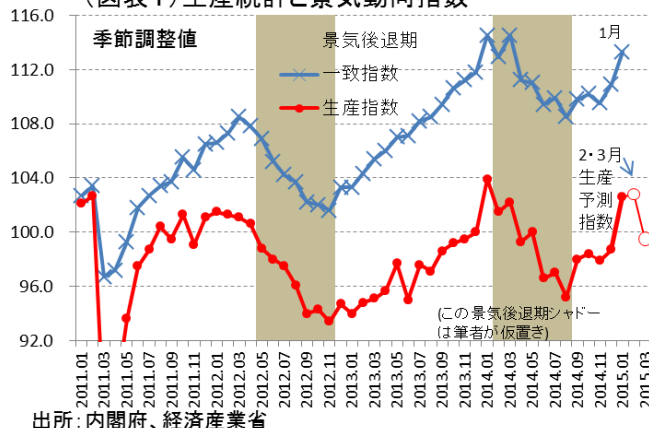
※景気ウォッチャー調査と言えば、なぜかよく当たるといふ神通力を持ったサーベイである。

景気ウォッチャー調査に注目

まず、ウォッチャー調査は、2014年11月をボトムにして、ここにきて回復ペースを速めている。商業動態統計(旧商業販売統計)の小売は、2015年1・2月と振るわない推移を続けているが、消費者マインドは改善している。

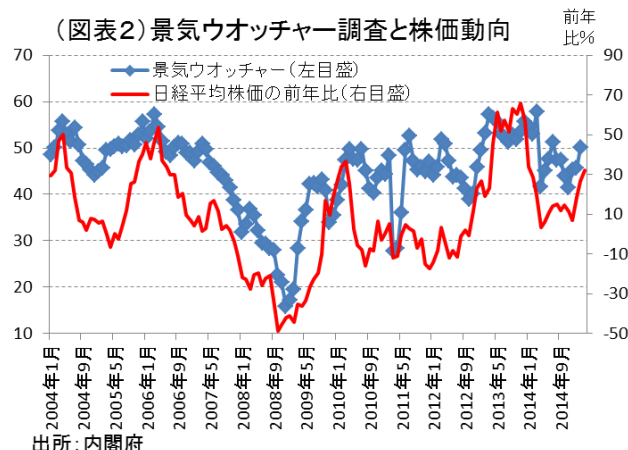
このウォッチャー調査の現状判断DI(現状に対する判断・方向性)を動かす要因として挙げられるのが、株価動向である(図表2)。日経平均株価の

(図表1) 生産統計と景気動向指数



出所：内閣府、経済産業省

(図表2) 景気ウォッチャー調査と株価動向



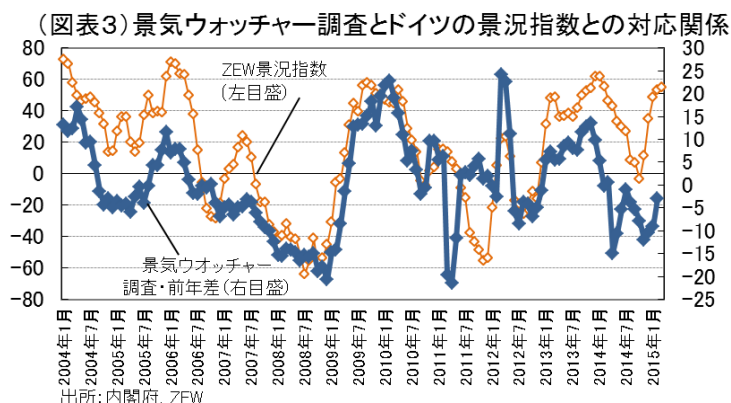
出所：内閣府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

前年比は、2013 年春から年末にかけてプラス幅を大きく拡大させたが、各種経済統計で同じような変動をしている指標は少ない。そうした中で、ウォッチャー調査は、この時期に同様の変動をしている数少ないデータである。

ここには、ウォッチャー調査が、景気動向に敏感に反応するという側面と、株価上昇が消費マインドに前向きな影響を与えるという双方向の因果関係があるのだろう。日経平均株価は、2015 年 1 月末から上昇基調を強めているから、今後のウォッチャー調査ではさらなる株価上昇が消費マインドを良好にする効果が表れてくると予想される。

また、このウォッチャー調査は、不思議なことにドイツの ZEW 景況指数・先行き見通しとの対応関係が強くみられる（図表 3）。ZEW 景況指数は、アナリストや市場関係者などに実施したアンケート調査であり、今後 6 か月先の景気見通しを尋ねた結果を数値化している。そのデータは、一般的にドイツの Ifo 指数に対する先行指標として知られており、そうした経験則はユーロ圏・製造業 PMI に対しても成り立っている。最近の Info 指数は、2014 年 10 月をボトムに 5 か月連続で回復している。



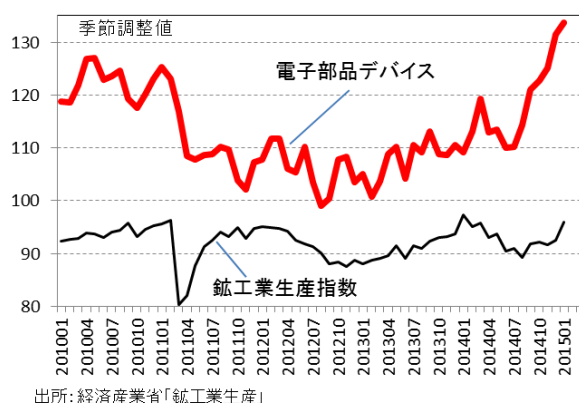
ZEW 景況指数とウォッチャー調査の連動性の背後には、ウォッチャー調査が単に株価に影響されて動かされるだけではなく、海外経済から何らかの影響を及ぼされて動いている可能性を暗示している。因果関係としては、海外経済拡大→ウォッチャー調査の改善、海外経済の拡大→海外・国内株価の上昇という関係があるのだろう。筆者は、ここきてウォッチャー調査が改善していることが、海外経済の拡大から何らかの影響※を受けていると考えていて、今後の国内景気が持続的な改善に展開していくことを予想している。

※日経平均株価は DAX 指数との関連も深く、ZEW 指数と景気ウォッチャー調査の関連と二重写しになる。

鉱工業生産指数に反映される景気

2014 年秋からの景気再拡大においては、生産統計の予測指数が上向きに変わったことがひとつの号砲になっていたように思う。筆者も、2014 年 11 月 28 日に拙稿「景気はようやく上向くのか」で、8 月の鉱工業生産指数がボトムになって 9・10 月の指数上昇が確認されたことを景気上向きのシグナルと理解していた。このときには、11・12 月の生産予測指数がさらに上向きの数字になっていた。現在の鉱工業生産指数は、2015 年 1 月までの実績と、2・3 月の予測指数が発表されている（1 月前月比+3.7%、2 月同+0.2%、3 月同▲3.2%）。趨勢的な生産指数は、回復傾向を強めて、消費税増税前のピーク（2014 年 1 月）を抜く手前まで来ている。生産統計の内訳で、全体の底入れを先導していた業種を確認すると、電子部品デバイスであった（図表 4）。電子部品デバイス

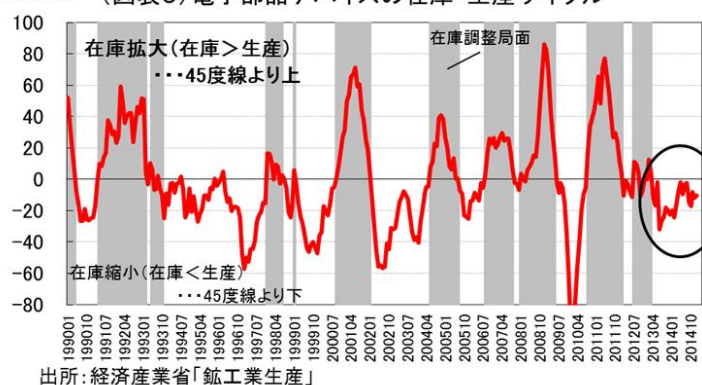
(図表4) 電子部品デバイスの生産指数



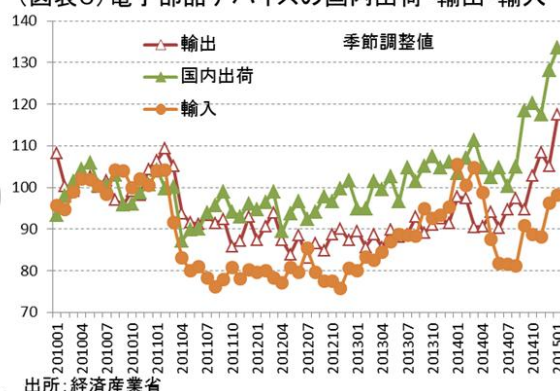
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の指数は、2014 年 6 月がボトムであり、生産指数全体よりも 2 か月ほど早く動いていた。こうした背後には、世界的な情報通信機器の需要増加を反映して、日本の部品メーカーからの受注増が起ったことがあると考えられる。今次局面では、電子部品デバイスの生産回復に、輸送機械の生産増が後押しをするかたちで、生産拡大ペースがその量感を増してきた。当面、原油安によって自動車などの販売需要が増えると思込まれるので、2015 年前半にかけての生産拡大の蓋然性は高いと思込まれる。また、電子部品デバイスに関しては、先行きの予測指数に弱さがみられるものの、長く在庫の伸び率を大きく上回る生産の伸び率の実現しており、目先、在庫調整局面に入る兆しはみられない（図表 5）。電子部品デバイスの需要・供給は、消費税増税前の駆け込み需要期には一時的に輸入品の増加に押される印象もあったが、ここきて輸入品の供給は減って、国内出荷がより大きく伸びている（図表 6）。今後の電子部品デバイスの出荷は、リーマンショック後で最も勢いを強める流れを延長していくようにみえる。

前年比の差% (図表 5) 電子部品デバイスの在庫・生産サイクル



(図表 6) 電子部品デバイスの国内出荷・輸出・輸入



リスクは米利上げの周辺で起こる摩擦

国内景気の先行きを考えると、2015 年 4 月以降、しばしば「賃上げによって国内消費が増加していくので、内需拡大が展望できる」という説明が成される。筆者もそうしたストーリーを好む方だが、冷徹にマクロ景気を見通す上では、海外需要に連動して生産活動がどのくらい上向くのかに注意することがより重要になる。先日の拙稿「企業収益は生産・為替で予測できる」では、生産統計が製造業の企業収益を映す指標でもあることを示した。つまり、景気の限界的な変化は、製造業がどのくらい稼ぎを増やすかが注目点であり、景気拡大のメカニズムは企業収益を起点にして設備投資や雇用・賃金への波及する効果によって支えられている。2015 年の景気を考えるときには、このまま生産拡大のトレンドが本格化すれば、順調に日本経済は正常化するだろう。反対に、米利上げの副作用として、新興国などの海外経済が失速したときには景気拡大のペースは足踏みすると考えられる。2015 年は、まだリスクとチャンスの両睨み合いが続く様相である。