Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：景気後退瀬戸際の日本経済

2014年７月31日(木)

～６月の景気動向指数次第では今年２月から景気後退の可能性～

第一生命経済研究所　経済調査部

主席エコノミスト　永濱　利廣（03-5221-4531）

（要旨）

- 日本経済研究センターが６月 26 日～７月３日に実施したＥＳＰフォーキャスト調査によれば、次の景気転換点（山）を既に過ぎたと応えた民間エコノミストは 41 人中１名しかおらず、その転換点は 2014 年３月となっている。
- しかし、政府が景気の転換点を決定する際に用いるヒストリカルＤＩを推定すると、一致指数を構成する 11 系列の中で、2014 年１月がピークと認定される可能性がある指標が６系列になる。景気が山を付けるには一致指数を構成する 11 系列中、過半数の６系列がピークをつけることが条件となる。従って、日本経済は 2014 年１月が景気の山となり、翌２月から景気後退局面に入っていた可能性がある。
- ただし、一致指数の構成系列のうち過半数である６系列が製造業関連の系列であるため、景気の転換点は事実上、実質ＧＤＰの２割程度を占めるに過ぎない製造業の動向に強く影響される。このため、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動を見越した早めの生産調整で定義上は景気後退局面入りしたとしても、設備投資や雇用の回復は持続しているため、今年７月以降は景気後退期を既に脱している可能性があることには注意が必要。

●盛り上がりつつある景気後退の判断

景気の現状を示す代表的な指標とされる鉱工業生産が今年２月以降低下基調にあることや、景気動向指数の一致ＤＩが2014年４月以降２ヶ月連続で50％を下回っていること等から、景気後退時期に関する議論が盛り上がりつつある。こうした中、日本経済研究センターが６月26日～7月３日に実施した調査によれば、次の景気転換点（山）を既に過ぎたと応えた民間エコノミストは41人中１名しかおらず、転換点は2014年３月とされている。

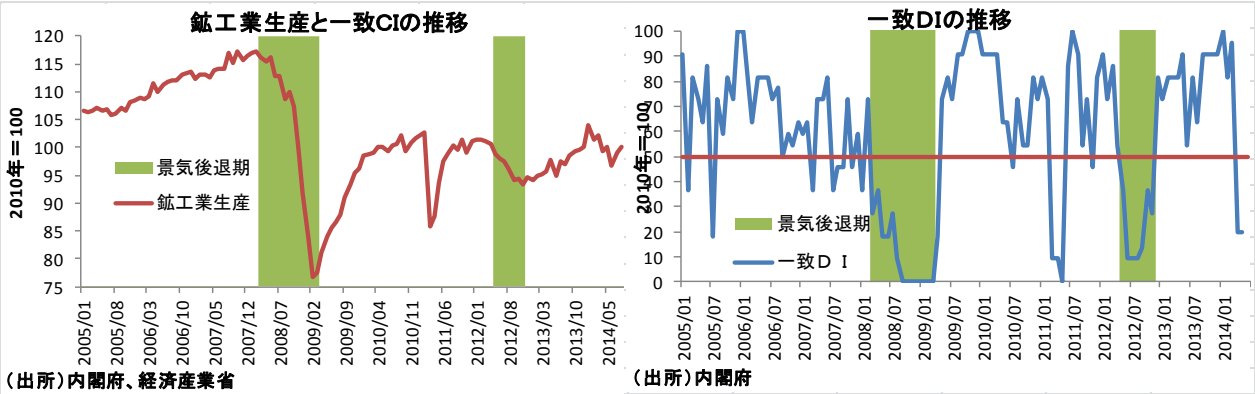
そこで本稿では、実際に政府が景気の転換点を判断する際に用いる手法を簡便的に再現することにより、いわゆる『景気の山』が事後的にいつ頃と判定される可能性が高いのかについて検討してみた。

●2014 年１月が景気の山の可能性

一般的に、景気がピークアウトしたことを簡易的に判断するには、景気動向指数の一致指ＤＩが３ヵ月連続で50％を上回ったか、鉱工業生産がピークアウトしたか、等により判断される。となると、足元の一致指数は２ヶ月連続で50％を下回っているため、景気の山の時期を2014年３月と回答しているエコノミストは、この手法で景気の山と判断しているものと思われる。事実、７月30日に発表された６月の鉱工業生産は2014年以降のボトムを更新し、直近ピークの１月から５ヶ月経過していることからすれば、鉱工業生産のピークアウトは確実な状況である。ただ、そもそもこうした判断はあくまで目安に過ぎず、鉱工業生産や景気動向指数の動向をみているだけでは景気の正確な転換点は決めら

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。

れない。



正確な景気の山谷は、政府の景気基準日付委員会によって、ヒストリカルＤＩ（以下、ＨＤＩ）を計算して決められる。ＨＤＩはＤＩの一致指数として採用されている11系列の山谷を決定し、景気拡張期は＋、後退期は－に変換して新たにＤＩを作り直すことにより求められる。そして、ＨＤＩが50%を切る直前の月が景気の転換点となる。尚、各指標の山谷は、全米経済研究所（ＮＢＥＲ）が開発したブライ・ボッシャン法という手法を用いて設定される。この手法では、３種類の移動平均をかけたデータについて検討を行ない、①山はその後のデータの値より高いこと（谷はその逆）②山や谷が系列の終了時点から６ヵ月以上離れていること、③山と山、谷と谷が15ヵ月以上離れていること、④山と谷が５ヵ月以上離れていること――等の条件を考慮して山谷が確定される。このため、実際の景気の山・谷は発生してからかなりの期間を置いて十分なデータが得られたところで決定されるのである。

そこで、今回の局面について簡便的にＨＤＩを推定してみた。一致指数を構成する11の系列を見ると、消費税率引き上げ後の反動減を見越した生産調整により、生産指数（鉱工業）と鉱工業生産財出荷指数、投資財出荷指数（除く輸送機械）、耐久消費財出荷指数、中小企業出荷指数（製造業）の５系列が2014年１月に山を付けている可能性が高い。また、現時点では底入れの明確な判断はできないが、内閣府の季節調整値次第では、大口電力使用量も2014年１月にピークアウトした可能性が高い。このため、この６系列がすべて2014年１月にピークアウトしたと判断されれば、11系列中過半数の６系列が山を付けることになる。従って日本経済は、約一月前には殆どのエコノミストが回答していない2014年１月が景気の山で、翌２月から景気後退入りと定義上判断される可能性がある。

一致指数を構成する11系列の推移

	生産指数（鉱工業）	鉱工業生産財出荷指数	大口電力使用量	耐久消費財出荷指数	所定外労働時間指数（調査産業計）	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）	中小企業出荷指数（製造業）	有効求人倍率（除学卒）
2013年6月	95.0	93.9	22,040	85.2	102.6	101.9	1.6	0.1	119,134	91.1	0.92
2013年7月	97.6	97.3	22,140	84.4	103.0	104.4	−0.3	2.0	121,313	90.7	0.94
2013年8月	97.1	96.8	22,131	86.4	103.2	103.9	1.1	0.4	123,493	90.8	0.95
2013年9月	98.6	98.1	21,878	89.3	103.1	104.2	3.0	2.7	125,672	91.9	0.96
2013年10月	99.2	98.7	22,244	91.1	104.1	108.3	2.4	1.8	127,773	91.9	0.98
2013年11月	99.5	99.6	22,158	91.0	104.9	107.5	4.1	2.4	129,874	90.6	1.01
2013年12月	100.0	100.2	22,227	90.8	105.0	107.9	2.5	2.9	131,975	94.5	1.03
2014年1月	**103.9**	**103.2**	**22,480**	**100.7**	106.0	**118.9**	4.4	4.4	135,251	**95.9**	1.04
2014年2月	101.5	102.1	22,302	95.4	105.5	113.5	3.6	2.0	138,526	93.7	1.05
2014年3月	102.2	101.2	22,371	92.8	**107.7**	116.1	**11.0**	**7.5**	141,802	94.5	1.07
2014年4月	99.3	97.8	22,003	92.5	107.2	109.5	−4.3	−3.0		92.7	1.08
2014年5月	100.0	98.0	22,050	85.7	105.8	107.9	−0.4	−1.3		93.4	1.09
2014年6月	96.7	94.8	21,915	82.2		106.7	−0.6	−0.7		88.7	1.10

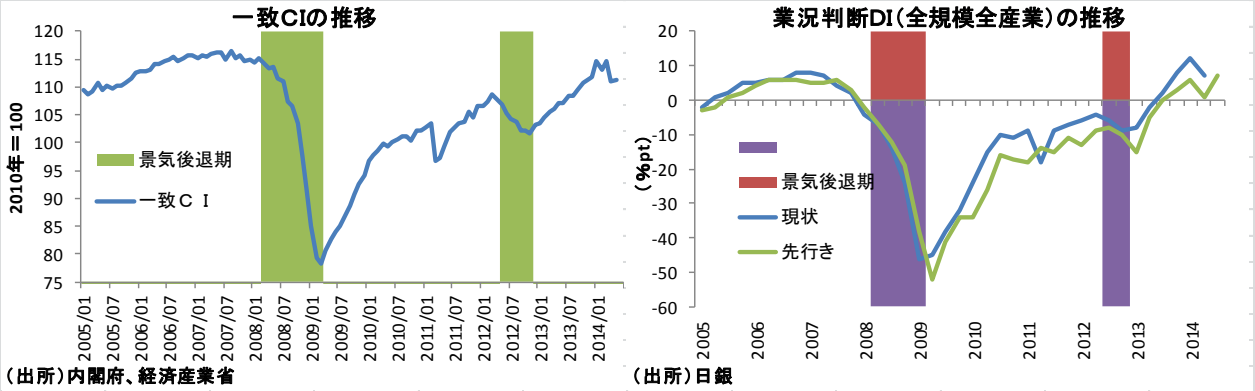
（出所）内閣府
（注1）太字はそれぞれの系列の直近ピークで、○はそれぞれの系列の現時点でのボトム
（注2）大口電力使用量の季節調整値は筆者推計

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。

●景況感の観点からは景気後退の認定は微妙

ただ、政府の公式な景気基準日付委員会で景気の山・谷を設定するに当っては、ＨＤＩの試算に加えて、①景気の量感を表すとされるコンポジット・インデックス（ＣＩ）、②企業の景況感を表すとされる日銀短観の業況判断ＤＩ等の動向も考慮して総合的に判断される。そこで、これらの指標についても具体的に見てみた。すると、①一致ＣＩは2014年１月と３月をピークに低下傾向にあるが、②日銀短観の業況判断ＤＩは全規模全産業ベースで2014年６月調査の現状判断ＤＩは低下している一方で、先行き判断ＤＩは上昇に転じている。したがって、これらの指標の動向を勘案すれば、機械的に判定したＨＤＩでは景気後退とみなされても、景気の量感や景況感といった観点からとらえると、景気の山が2014年１月と最終的に判断されるかは微妙な状況と判断できよう。

尚、2014年１月が景気の山となれば、今回の景気拡大局面は14ヶ月となり、戦後の景気後退期間の平均が約36ヵ月であることからすれば、短い景気回復期間であったことになる。



●現状の政府の景気局面判断では、生産活動以外の動向が十分に反映されない問題も

このように、厳密な手法を用いて判断すれば、景気は今年１月に山を付けていた可能性があり、景気は２月から後退局面入りしていたことになる。ただ、一致指数の構成系列を見ると、生産指数（鉱工業）、鉱工業生産財出荷指数、大口電力使用量、耐久消費財出荷指数、投資財出荷指数（除輸送機械）、中小企業出荷指数（製造業）とも製造業に関連する指標であることには注意が必要である。このため、景気の転換点は事実上、実質ＧＤＰベースで２割強を占めるに過ぎない製造業の動向に強く影響されることになる。したがって、これまで政府が行ってきた景気局面の判断手法は、サービス経済化が進んでいる状況が十分反映されないという問題がある。

このため今回は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動を見越して製造業が早めに生産調整をする形で、定義上は既に景気後退局面入りの条件いる可能性が高い。しかしその一方で、労働需給の逼迫を示す有効求人倍率は、人手不足を受けて22年ぶりの水準まで上昇していることに加えて、肝心の生産活動についても７・８月の生産予測指数では２ヶ月連続で上昇が見込まれている。更に、金融政策のレジーム転換が功を奏したことから実質金利の低下が実現していること等もあり、企業の設備投資計画調査によれば、今年度上期は企業の設備投資が盛り上がる可能性が高い。このため、今後の景気局面の実態を判断する際には、景気動向指数の判断の中心となっている製造業の生産活動以外の動向も充分注視することが必要となってこよう。

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。