

景気局面を過大評価する我が国の景気動向指数

～ I T 依存度が高くデフレが進行する我が国では、採用系列の見直しが必要～

第一生命保険相互会社(社長 森田 富治郎)のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所(社長 石嶺 幸男)では、標記のとおり「景気局面を過大評価する我が国の景気動向指数」と題するレポートを取りまとめましたので、ご報告いたします。

< 要旨 >

我が国の景気局面の判断基準となる景気動向指数の一致指数は、構成系列のうち製造業関連の指標が過半数を占める。このため、現下の外需主導の景気回復局面では、景気判断を過大評価してしまう可能性がある。

米国における景気局面は、労働、生産、需要、所得関連の4指標の動向を偏りなく反映して判断されるため、製造業の動向に偏らない景気の現状が速やかに判断できる。我が国の基準に従えば、今回の景気の谷は2002年1月の可能性が高いが、米国の基準で判断すると、我が国の景気の谷は2002年2月と判断され、谷が1ヶ月後ズレすることになる。

景気の方角性だけでなく量感も示す一致コンポジット・インデックス(CI)を米国の基準で作成すると、我が国の景気の量感は、デフレ下で財政緊縮路線に入った97年以降は縮小トレンドにあり、足元の景気回復力も現行の一致CIに比べて脆弱であることが分かる。

米国基準で作成した一致CIは、構成系列の75%を家計関連の指標が占めることから、デフレの悪影響を充分反映しているものと思われる。一方、製造業関連指標の比率が半分以上を占める現行の一致CIは、製造業が経済活動の2割程度を占めるに過ぎない、デフレは相対的に非製造業へ悪影響を及ぼしている、生産回復の牽引役となっているIT関連財の他部門への波及効果が小さい、こと等から、我が国の景気の量感を過大評価している可能性が高い。

IT依存度が高く、デフレが進行している我が国では、非製造業が製造業回復の恩恵を受け難くなっている。したがって、我が国の景気局面を正確に判断するには、製造業関連の系列が過半数を占める景気動向指数の構成系列の抜本的な見直しが必要である。

【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所 経済調査部
副主任研究員 永濱 利廣
TEL 03-5221-4526
(詳細は次頁以降をご覧ください)

製造業の動向に大きく左右される我が国の景気判断

我が国の景気の転換点は、基本的に内閣府の景気動向指数を用いて、一致指数を構成する 11 系列のうち過半数の 6 系列以上がピーク（ボトム）を打った月として認定されている。足元ではこれら 11 系列のうち過半数の 7 系列が今年 1 月に底入れした可能性が高いことから、今年 1 月が景気の谷であったと認定される可能性が高まっている。しかし、我が国の景気動向指数は、一致指数の 11 系列のうち過半数である 6 系列が生産関連の指標であるため、景気の転換点が製造業の動向に大きく左右される特徴がある（資料 1）。このため、製造業が牽引役となっている現下の外需主導の景気回復局面では、景気判断を過大評価してしまう可能性がある。

一方、米国における景気の転換点は、生産、需要、労働、所得関連の各指標の動向を偏りなく反映して、定性的に判断されることが知られている。

そこで本稿では、米国における景気の転換点の判断手法を我が国の統計に適用することにより、製造業の動向に偏りのない我が国の現実的な景気局面の判断を試みる。

資料1 日米の一致指数の採用系列の比較

日本		米国	
1	生産指数(鉱工業)	1	非農業雇用者数
2	鉱工業生産財出荷指数	2	鉱工業生産指数
3	大口電力使用量	3	実質個人所得
4	稼働率指数(製造業)	4	実質卸小売売上高
5	所定外労働時間指数(製造業)	※網がけは製造業関連指標	
6	投資財出荷指数(除輸送機械)		
7	商業販売額指数(卸売業)(前年比)		
8	百貨店販売額(前年比)		
9	営業利益(全産業)		
10	中小企業売上高(製造業)		
11	有効求人倍率(除学卒)		

(出所)内閣府「景気動向指数」、コンファレンスボード「Business cycle indicators」

米国の判断基準に従うと、我が国の景気底入れ時期は1ヶ月後ズレ

米国の景気転換点の認定方法を具体的に説明すると、NBERという米国経済調査局が、非農業部門雇用者数、鉱工業生産、実質個人所得、実質商業売上高の4つの月次統計を重視して定性的に判定するとされている。このため、これら4指標の転換点の時期と景気の転換点の時期を比較してみると、4指標全てが転換点を迎えた月の近辺が景気の転換点になっていることが多い。そこで、足元の米国のデータについてもこうした経験則を当てはめてみた。すると、4指標のうち先ず実質商業売上高が昨年9月に底入れし、続いて実質個人所得が昨年10月、鉱工業生産が昨年12月、そして非農業部門雇用者数が今年4月に最後に底入れした可能性が高い(資料2)。したがって、今回の米国における景気の谷は、今のところ2002年4月になる可能性が高いものと思われる。

資料2 米国の雇用、生産、所得、売上の各指標の推移

年 月	雇用者数	鉱工業生産	実質個人所得	実質商業売上
	千人	92年=100	10億ドル	100万ドル
2001 1	132382	143.9	6895.1	846154
2	132457	143.5	6887.3	849124
3	132461	142.9	6895.0	846301
4	132243	142.0	6876.4	836301
5	132229	141.6	6846.6	842232
6	132108	140.3	6845.4	833085
7	132045	140.4	6855.8	841549
8	131966	140.0	6851.5	845389
9	131819	138.5	6883.1	821184
10	131414	137.7	6809.4	849751
11	131087	137.2	6811.8	845791
12	130890	136.7	6852.0	849366
2002 1	130871	137.6	6851.7	857225
2	130706	138.1	6865.2	848938
3	130701	138.6	6870.1	848731
4	130680	138.8	6857.6	856926
5	130702	139.5	6892.8	855233
6	130768	140.4	6932.4	
7	130774	140.7	6943.1	

※白丸は各指標のボトムと判断される場所

(出所)コンファレンスボード「Business cycle indicators」

米国における景気の転換点の判断が優れている点としては、第一に生産関連指標に偏りの大きい我が国の一致指数とは異なり、生産、需要、労働、所得の各側面を偏りなく反映しているということである。また、第二には、少数の指標で判断するため、景気の現状が速やかに判断できることである。そこで、我が国においてもこの手法を応用し、景気の転換点を求めてみた(資料3)。各指標の選択については、まず生産関連指標については、我が国でも一致系列に認定されている鉱工業生産を採用した。また、需要関連指標については、我が国では卸売販売額の前年比が一致系列として認定されているが、経済活動に対するカバレッジ等を考慮し、実質化した商業販売額を採用した。労働関連指標については、日米の雇用慣行の違いから、我が国では常用雇用者数が景気の遅行系列として認定されているため、我が国の労働関連の一致系列として認定されている有効求人倍率を採用した。最後に所得関連統計については、我が国では一致系列として製造業の所定外労働時間が認定されているが、経済活動に対するカバレッジ等を考慮し、ここでは全産業ベースの所定外労働時間を採用した。そして、これらの指標が底入れした可能性の高い時期を調べてみた。すると、4指標のうち先ず実質商業販売額が昨年9月に底入れし、続いて鉱工業生産が昨年11月、所定外労働時間が昨年12月、そして最後に有効求人倍率が今年2月に底入れした可能性が高い。したがって、米国の手法を適用し、労働、生産、需要、所得といった動向を偏りなく反映して我が国の景気局面を判断すれば、我が国の景気の谷は、従来の手法による判断時期よりも1ヶ月後ズレすることとなる。

資料3 日本の雇用、生産、所得、売上の各指標の推移

年 月	有効求人倍率	鉱工業生産	所定外労働時間	実質商業販売額
	%	95年=100	00年=100	00年=100
2001 1	0.65	102.6	101.8	104.0
2	0.64	104.1	100.7	105.1
3	0.62	101.7	100.3	103.4
4	0.62	100.2	98.7	102.6
5	0.62	98.8	98.6	101.9
6	0.61	97.8	98.1	105.1
7	0.60	95.6	97.2	101.1
8	0.58	95.2	96.0	100.6
9	0.57	93.0	93.6	96.4
10	0.54	92.7	93.3	99.5
11	0.52	90.4	92.3	99.4
12	0.51	91.1	91.9	101.9
2002 1	0.51	91.0	93.9	100.0
2	0.50	92.1	93.9	100.2
3	0.51	92.8	94.5	98.3
4	0.52	93.0	96.2	100.2
5	0.53	96.8	97.7	100.5
6	0.53	96.6	96.3	101.8

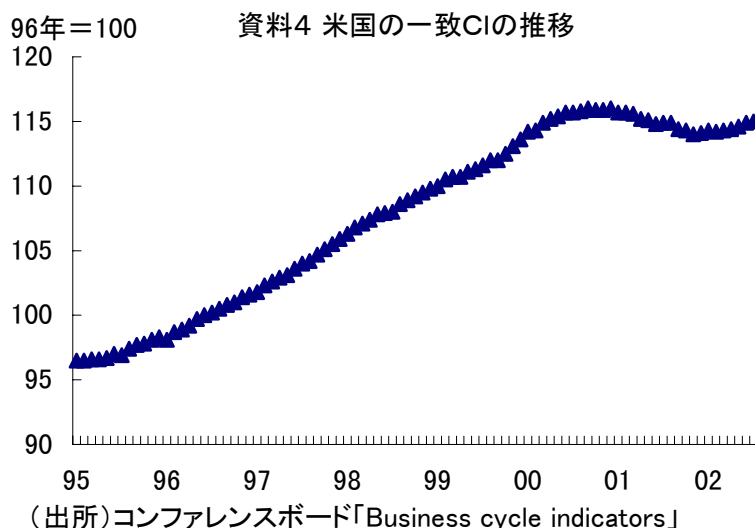
※白丸は各指標のボトムと判断される場所

注) 商業販売額指数は、CPI(財)と国内WPIを同時期の小売販売額と卸売販売額の比率で加重平均した物価指数で実質化した。

(出所) 内閣府「景気動向指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」、経産省「商業販売統計」、日本銀行「卸売物価指数」、総務省「消費者物価指数」より当社作成

米国基準で見れば、我が国の景気の量感は 97 年以降縮小トレンド

これまで議論してきた景気の転換点は、景気の問題であるが、景気局面を判断する上では景気の量感の判断も重要である。この点、注目度は低いですが、我が国の景気動向指数においても、景気の方角性だけでなく量感も示すとされるコンジット・インデックス(以下、CI)が参考系列として公表されている。しかし米国では、景気動向指数といえはCIを指すほど注目度が高い。米国の一致CIは、生産、需要、労働、所得の各側面の動向を偏りなく反映しているため、月次GDPの代理変数的な扱われ方をされている。また、採用系列が少ないことから公表時期も早く、CIの公表結果は時折マーケット

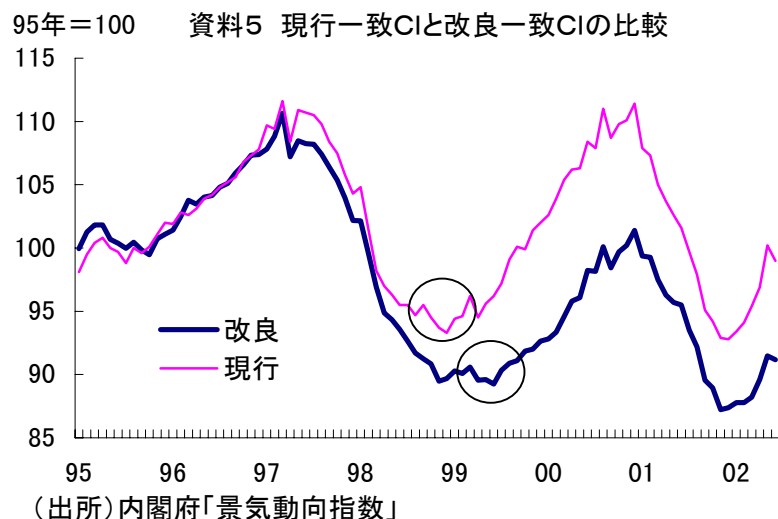


に影響を及ぼすこともあるようだ。(資料4)

これに対して、我が国の一致C Iを見てみると、一致D Iを構成する11系列をもとに作成されるため、一致D I同様、製造業の動向を過大に反映してしまい、月次GDPの代理変数としては機能しないものと思われる。そこで以下では、米国の基準に従って選択した上記の4指標を用いて、我が国における月次GDPの代理変数的な意味を成すことを目的とした改良一致C Iを作成し、景気の量感を調べてみた(資料5)。

これによると、改良一致C Iは比較的堅調に推移している現行一致C Iと異なり、緊縮財政路線に入った97年初めに景気後退局面入りして以降、低下基調を示していることがわかる。特に、ITバブルともてはやされた99年以降の景気回復局面においては、C Iの底入れ時期が半年程度遅れていることに加えて、その後の回復の量感も前回のピーク水準の半分程度しかなかったことが示されている。更に、足元の回復の量感についても、改良一致C Iは、我が国景気が趨勢的に縮小トレンドが継続する中で、循環的に持ち直した程度の脆弱な回復であることを示している。

現行一致C Iが比較的堅調な理由としては、構成系列の半数以上を製造業関連指標が占めるため、90年代後半以降の世界的なIT関連需要拡大の影響を過大に反映しているものと思われる。これに対して、改良一致C Iは構成系列の4分の3が、経済活動の8割程度を占める非製造業の動向も反映した指標が採用されているため、比較的軟調に推移しているものと思われる。結局、製造業はGDPや就業者数で見て経済活動の2割程度を占めるに過ぎないことを勘案すれば、製造業関連指標のウェイトが半分以上を占める現行の一致C Iが景気局面を過大評価しているのは明らかである。より実態経済の状況を表していると思われる改良一致C Iで我が国の経済活動全体の景気を判断すれば、緊縮財政路線に入った97年以降の景気の量感は縮小トレンドにあることを如実に表しているといえよう。

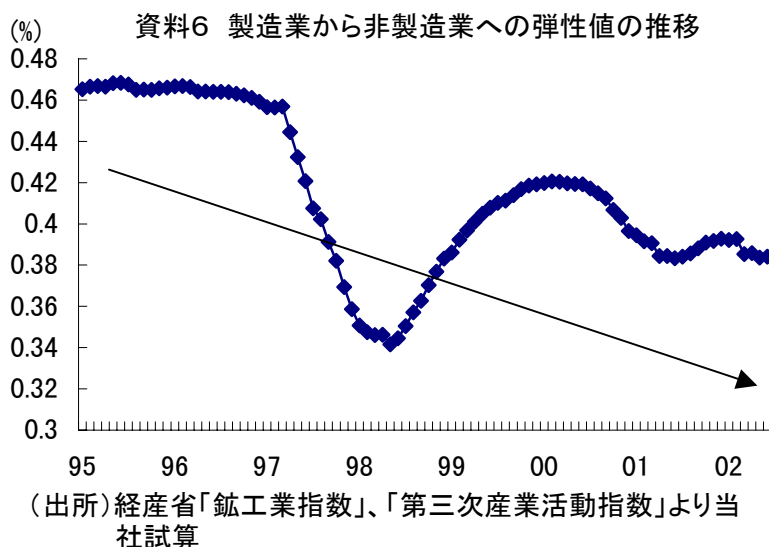


注) C Iの作成方法については、内閣府HPを参照。

デフレの進行とIT主導の景気循環により、非製造業は製造業回復の恩恵を受け難い

このように、改良一致C Iの量感が現行の一致C Iに比べて弱まっていることは、非

製造業が製造業の回復の恩恵を受ける度合いが弱まっていることを示しているともできる。実際、鉱工業生産指数から第三次産業活動指数への影響度合いを、両変数間の弾性値（鉱工業生産が1%変化した時に第三次産業活動が何%変化するか）を時系列で見れば、改良一致CIと同様に、緊縮財政路線に入った97年以降明らかに弾性値は低下トレンドにあり、鉱工業生産から第三次産業指数への影響度合いが低下してきていることが読み取れる（資料6）。

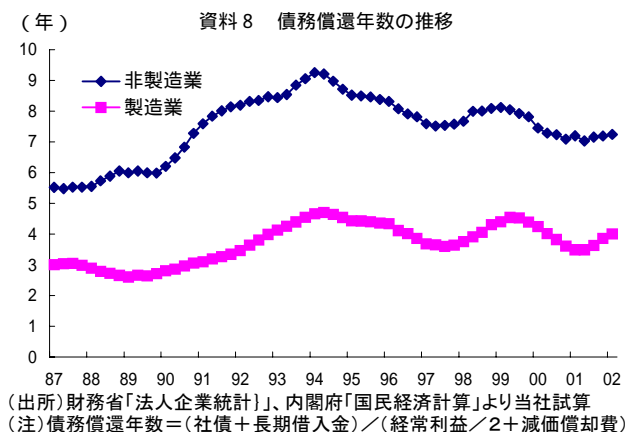
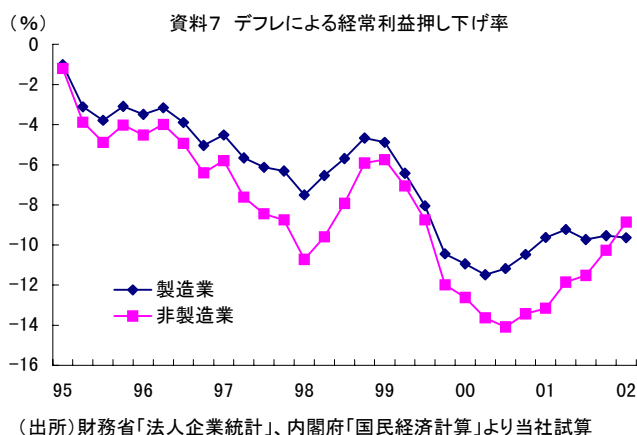


(推計式) 推計期間 1988年1月 - 2002年6月 (174データ) $R^2 = 0.19057$ $D.W. = 0.318154$

$$\log(\text{第三次産業活動指数}) = 2.577878 + 0.384059 * \log(\text{鉱工業生産}(-4)) + 0.001316 * (\text{タイムトレンド})$$

(t 値) (15.04023) (10.28381) (39.00778)

この最大の理由としては、相対的に非製造業の方が現下のデフレの悪影響を大きく受けていることが指摘できよう。デフレは、企業の売上や変動費を減少させる一方で、賃金等の固定費が下方硬直的なため利益を圧迫する。このため、デフレは労働集約的な非製造業の利益をより圧縮させることになる。実際、デフレによる経常利益圧縮率を算出すると、非製造業の圧縮率が高いことが分かる（資料7）。尚、足元で製造業と非製造業が逆転しているのは、これまでの利益の圧縮を受けて非製造業が急激に人件費等の固定費を削減し

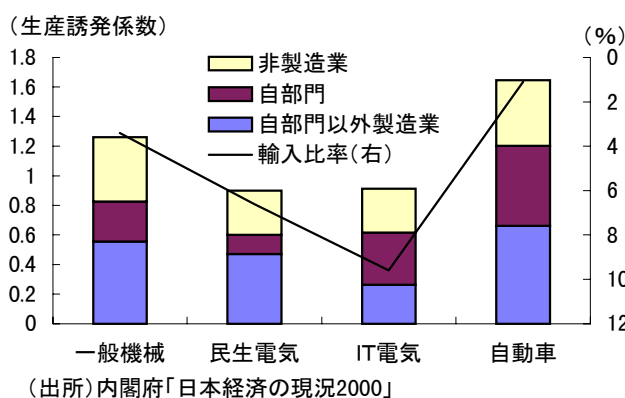


たことが影響しているものと思われる。また、デフレ下でも名目債務額は減らないため、相対的に債務の重い非製造業の負担がより増すことも、デフレが相対的に非製造業の経営環境を圧迫する要因となっているものと思われる（資料 8）。

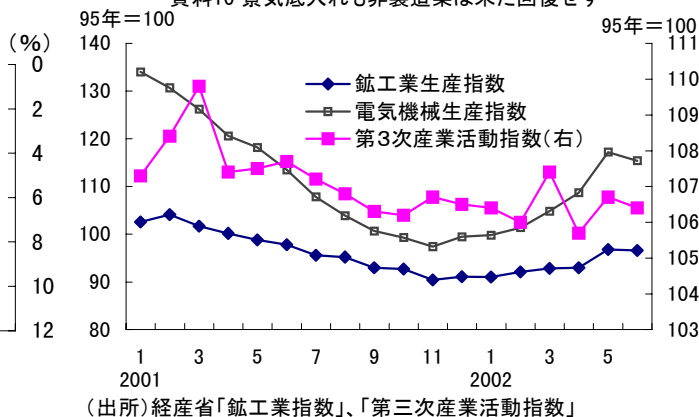
注）デフレによる経常利益圧縮率は、売上高と変動費の価格要因による減少額を上乗せして算出したデフレの影響を除く経常利益と実際の経常利益との乖離率とした。

次に大きな理由としては、IT関連品目の生産がこの所の我が国の景気循環を大きく演出している一方で、IT関連品目の他部門への波及効果が限定的なことが指摘できよう。主要な加工品目について、その需要の増加がもたらす波及効果を見ると、IT関連は自動車や家電に比した業種への波及が小さく、波及が自部門内に留まる比率が高い（資料 9）。この理由としては、自動車や家電等は、鉄や化学製品等多様な分野の部品を使用しているのに対し、パソコンや携帯電話などIT関連製品の部品は半導体や液晶といったIT関連の部品が多いことが指摘できよう。また、IT関連の最終製品は、自動車や家電などに比べ、その投入に占める輸入比率が高いことも影響しているものと思われる。

資料9 生産が一単位増加したときの波及効果



資料10 景気底入れも非製造業は未だ回復せず



今回の回復局面においても、前回同様デフレが継続している中で、IT関連財が生産活動を牽引しているため、足元の外需主導による製造業部門の回復の恩恵を非製造業が受けるのは限定的となる可能性が高いだろう（資料 10）。一方、我が国政府の月次景気局面判断は、月例経済報告により微妙なニュアンスの文章表現でなされているため、景気量感に関する評価が曖昧である。こうしたことを勘案すれば、IT依存度が高く、デフレが進行している我が国の景気局面を正確に判断するには、景気動向指数の構成系列の抜本的な見直しが必要であるものと思われる。構成系列の抜本的な見直しを行って景気一致CIを作成し直せば、米国のように景気量感の定量的な判断が月次で可能になり、政府としても、景気局面に応じた迅速な政策対応が可能となるだろう。一日も早い景気動向指数の構成系列の改良と、景気指標としてのCIの有効活用が望まれる。