

## 油断は禁物

### ～引き続き注意を要する目先の景気動向～

#### 株価は持ち直したが

株式相場が世界的に持ち直している。3月21日には中国の上海総合株価指数が最高値を更新すると、同日の米国株式相場が、FOMC（連邦公開市場委員会）の利下げをも視野に入れたとみられる声明文の発表を契機に大幅高となり、22日の日経平均株価も大きく上伸した。こうした株価の持ち直しもあり、日本の景気の先行きに対する楽観論も、再び勢いを増しているように見える。

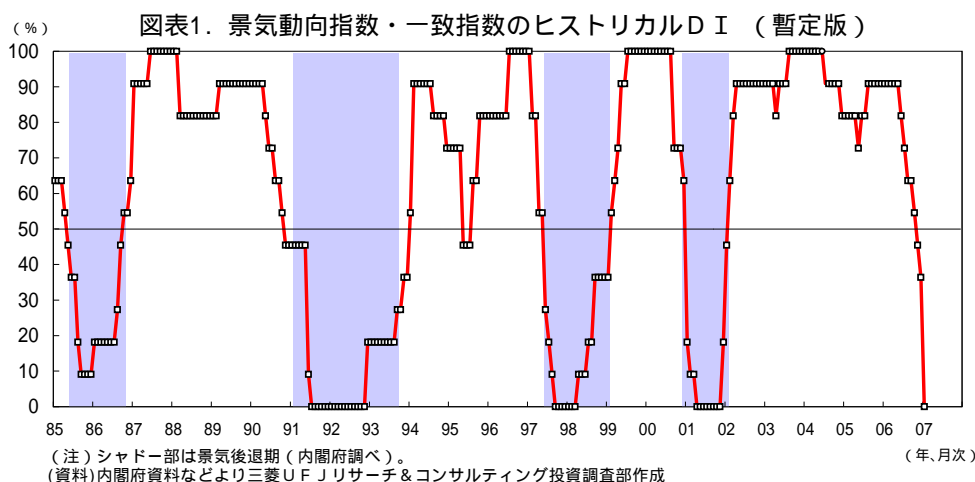
政府（内閣府）は、3月15日の月例経済報告で、「景気は、消費に弱さが見られるものの、回復している」との基調判断を、4ヶ月連続で据え置いた。これにより、マスメディアをはじめ、一般の人々の景気に対する見方は、「06年11月に“いざなぎ超え”を果たした後も、景気の拡大はなお続き、3月でついに62ヶ月目に達した」ということになってくるだろう。

というのも、11月の月例経済報告の記者会見で、大田弘子経済財政担当大臣が自ら、「月例経済報告の基調判断ベースでは、いざなぎ景気を超えた」と発言しているためである。

しかし実際には、公式の景気転換点（山・谷）である基準日付は、月例経済報告の文言とは何ら関係もなく決まる。専ら景気動向指数の一致指数を構成する11個の個別系列から作成される、不規則変動をならして転換点の抽出に特化したDI（ディフュージョン・インデックス）、すなわちヒストリカルDI（HDI）によって、ほぼ決定されてしまうのである。正式にはこのHDIの計算結果をもとに、専門家で構成される景気動向指数研究会での論議を経た後、内閣府経済社会総合研究所長が認定することになっているが、その認定結果がHDIと異なったことはない。

HDIは、通常NBER（全米経済研究所）で開発されたプライ＝ボッシュン法という統計的手法に基づき、コンピュータ・プログラムを用いて計算される。ただ、プライ＝ボッシュン法では長期の移動平均を用いることなどから、正確な計算には当該月から9ヶ月以上の経過を要するのだが、基本は11個の個別景気指標のそれぞれについて、極大（小）値を何年何月にとったかをチェックすればよいので、グラフを見ることによって、大体は見当がつく。

そこで、当部でコンピュータ・プログラムと目で確認する目視法とを併用して、現在までに入手できる統計データをもとに、簡易に景気転換点（山）を推定してみると、驚くべきことかもしれないが、結果は06年10月となる（図表1、2）。



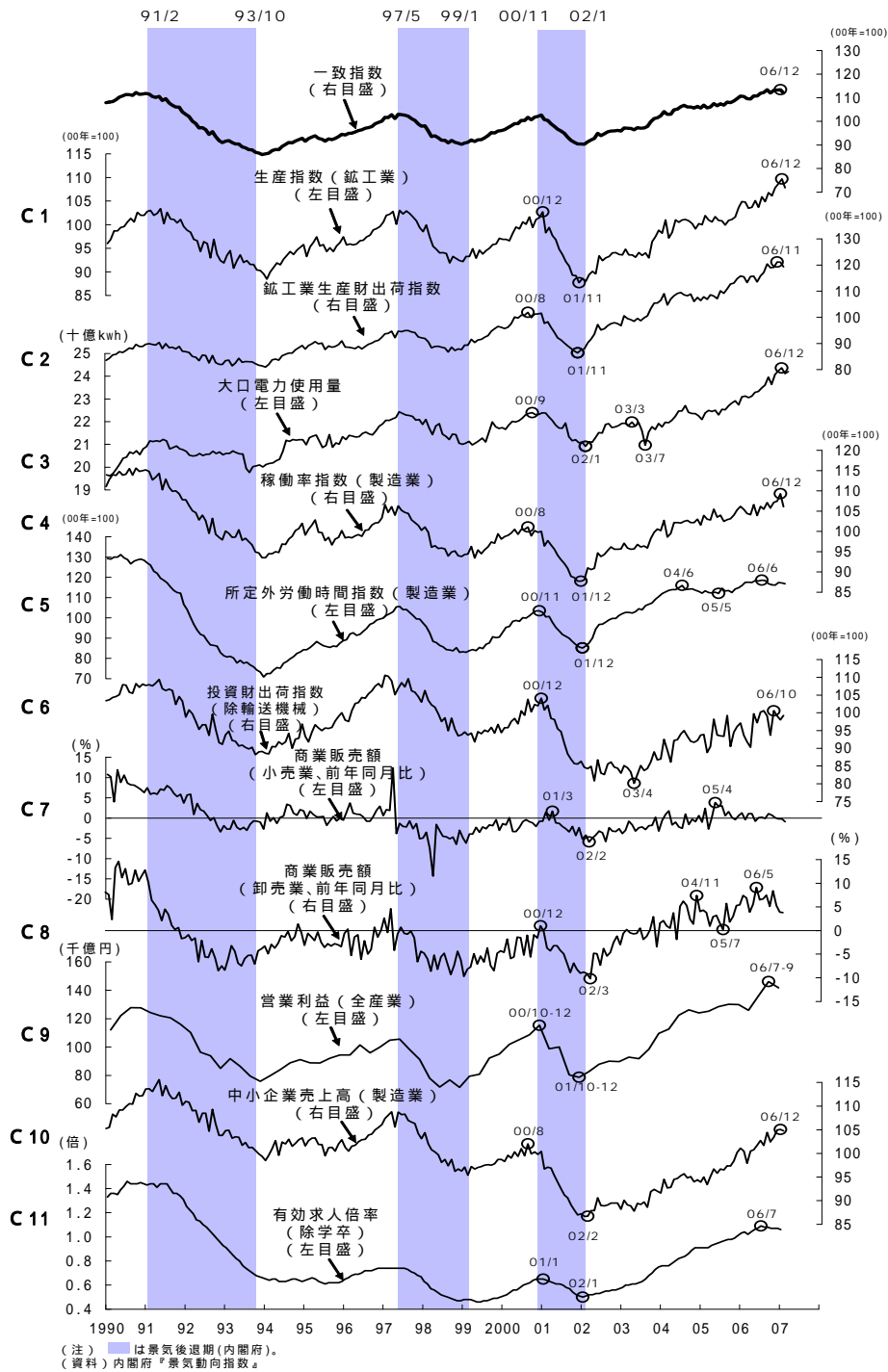
図表2. ヒストリカルD I (暫定版)の構成系列

	生産指数 (鉱工業)	鉱工業生産 財出荷指数	大口電力 使用量	稼働率指数 (製造業)	所定外労働 時間指数 (製造業)	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 売上高 (製造業)	有効求人 倍率 (除学卒)	HDI	
05年	3											82	
	4											82	
	5											73	
	6											82	
	7											82	
	8											91	
	9											91	
	10											91	
	11											91	
	12											91	
	06年	1											91
		2											91
3												91	
4												91	
5												91	
6												82	
7												73	
8												64	
9												64	
10												55	
11												45	
12												36	
07年	1											0	
	2											0	

(注) は拡張、 は後退を示す。 は、今後ピークと認定される可能性が高い月(当部推定)  
 (資料)内閣府資料などより三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部作成

転換点を迎えた順にいうと、 商業販売額(小売業) = 05年4月、 商業販売額(卸売業) = 06年5月、 所定外労働時間指数 = 同年6月、 有効求人倍率 = 7月、 営業利益 = 9月、 投資財出荷指数 = 10月、 鉱工業生産財出荷指数 = 11月、 生産指数 = 12月、 大口電力使用量 = 12月、 稼働率指数 = 12月、 中小企業売上高 = 12月、となる(図表3)。

図表3. C I・一致指数の個別系列の推移

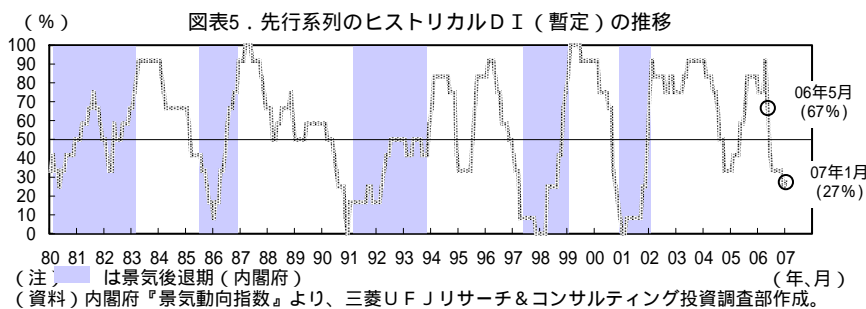
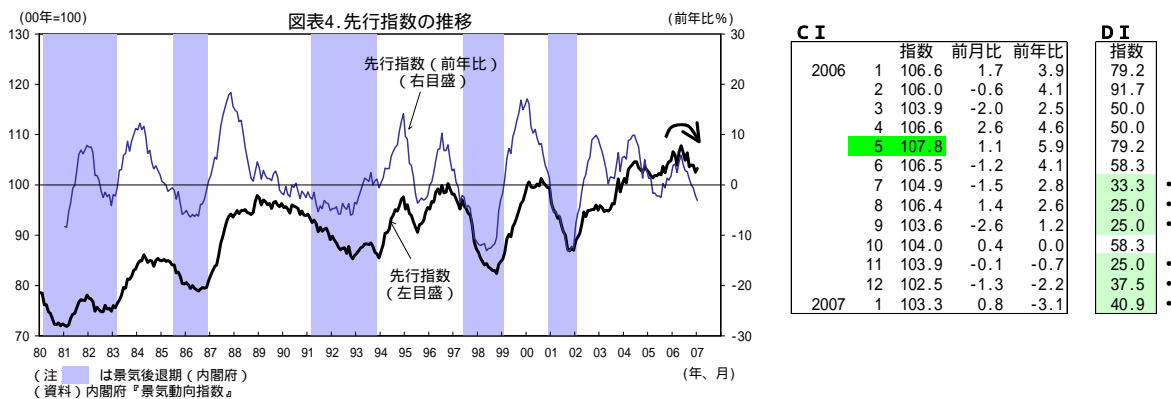


ここで、HDIもDIであることから、百分率で50%ラインが景気の拡大・後退の分水嶺とみなされることとなる。つまり、計11個の系列の中で、既に山をつけてしまった指標の数が過半数となった月が景気全体の山であり、その翌月から景気は後退局面に入ったことになるわけだ。

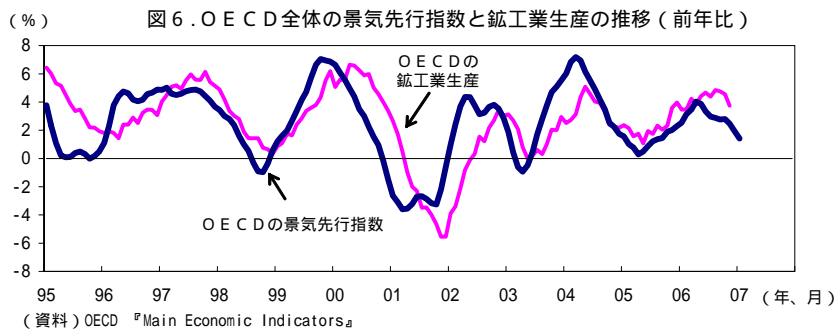
06年11月から景気後退の可能性

そこで、上記の結果から、11個中6個目、すなわち過半数が山をつけたのは、の投資財出荷指数がピークとなった06年10月であるため、この「06年10月」(HDIは55%)が景気の中で、翌月の11月から景気後退期に入った可能性があることになる。つまり、今回の景気拡大期は、確かに戦後最長のいざなぎ景気(57ヶ月)と並びはしたものの、「超えた」とまではいえないことになるのである。

もちろん、景気一致指数の転換点が形成されるからには、経験則的にいえば、その5~6ヶ月前には先行指数がピークアウトしていなければならないが、実際に、景気合成指数(CI、コンポジット・インデックス)の先行指数は、06年5月をピークに足元まで低下傾向にある(図表4)。また、先行指数のHDIを計算してみても、やはり06年5月の67%を最後に、6月から50%割れしている(図表5)。



こうした先行指数の低迷は、世界景気の先行性を示すOECD(経済協力開発機構)景気先行指数にも表れている。同先行指数はOECDの鉱工業生産に半年程度先行するように作られているが、先行指数は、直近の07年1月で見ると、瞬間風速を表す前月比、それに3ヶ月前比、6ヶ月前比、さらには前年同月比、とすべての伸び率が悪化している。因みに、前年比のピークは06年4月の4.0%であるが、07年1月には1.4%にまで鈍化している。これは、やはり07年9月をピークに前年比での減速が始まっているOECDの鉱工業生産の動きと平仄が合っており、これまでのタイム・ラグから考えて、世界景気は、今後年央にかけて減速基調で推移するといえそうである(図表6)。

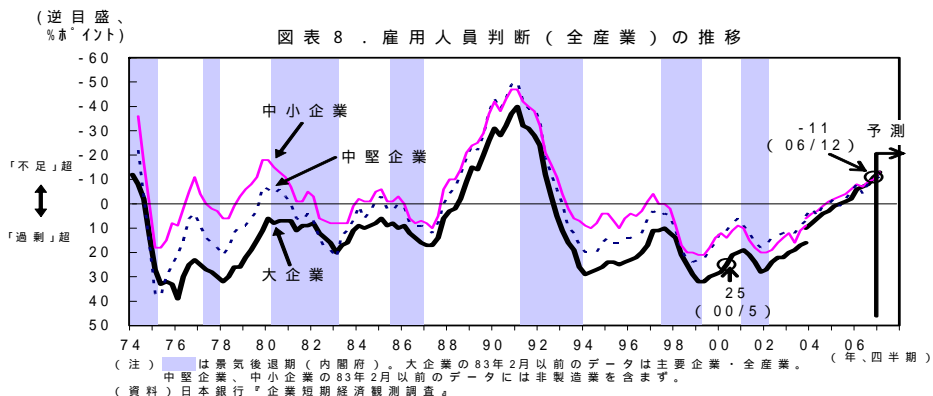
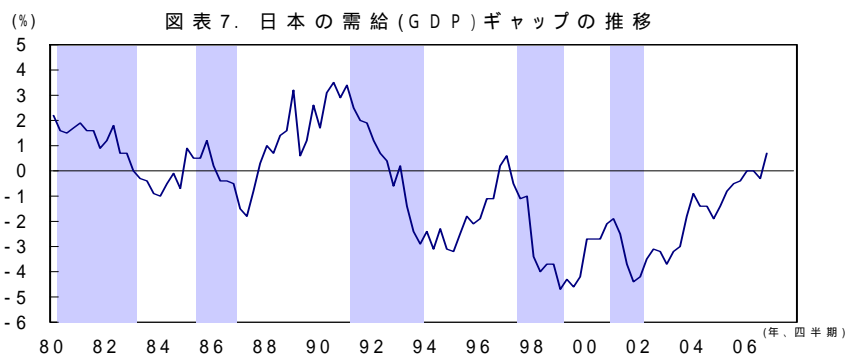


	OECD鉱工業 (%)	OECD先行 (%)
05 12	4.0	2.3
06 1	3.5	2.5
2	3.5	3.1
3	4.2	3.5
4	3.8	4.0
5	4.4	3.9
6	4.7	3.3
7	4.4	3.0
8	4.8	2.9
9	4.8	2.8
10	4.5	2.8
11	3.7	2.5
12	-	1.9
07 1	-	1.4

### 拡大持続の根拠にならない需給ギャップ

だとすれば、上述した06年11月以降の日本経済が、程度の軽い重いは別として、景気後退期に入っている可能性は余計に高くなっていく。しかし、日本の景気がこのように転換点を過ぎた状況にあるなどという見方は、マスメディアではほとんど見かけることがない。

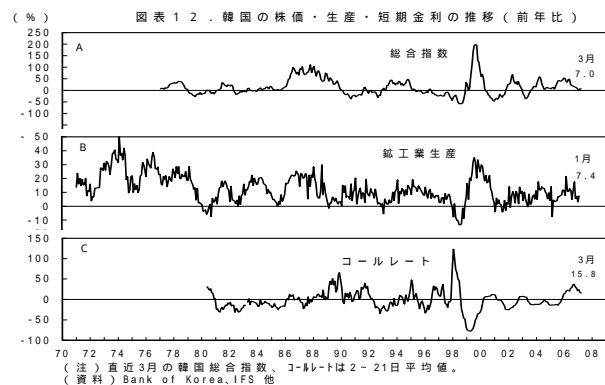
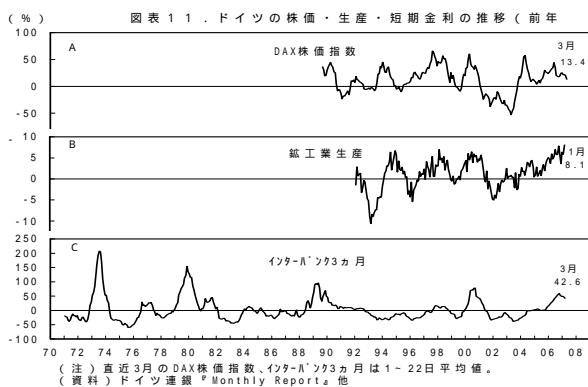
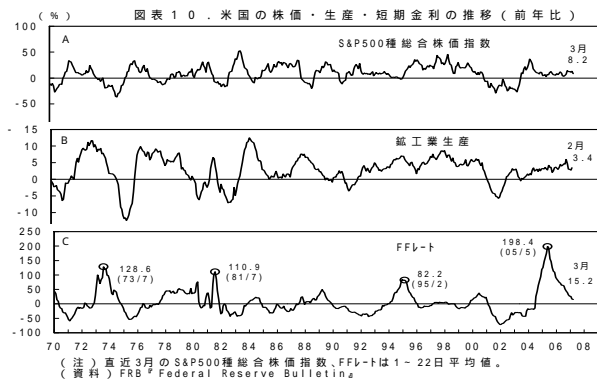
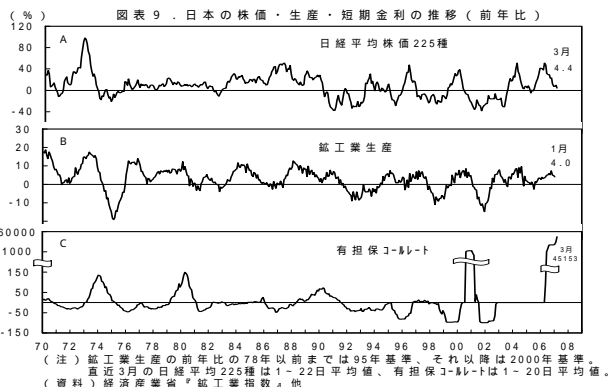
今、数多くの場で語られている日本経済に関する論議は、内閣府が算出している、日本経済のマクロ的な需要と供給との差を示す需給ギャップが06年10~12月期に高いGDP成長率を映してプラス0.7%と、1992年4~6月期以来14年半ぶりの高水準となったこと、あるいは12月調査の日銀短観の雇用人員判断DI(大企業・全産業)の「不足超」幅が、やはり92年4~6月期以来の水準となったことに集中している(図表7、8)。



だが、歴史的に見て、需給ギャップの高さや雇用人員判断D Iの水準は、景気の転換点が先送りされる根拠にはならず、むしろ需給ギャップや雇用判断D I自体が、この07年1~3月期以降、反転してプラス幅（雇用判断D Iはマイナス幅）を縮小させていかないか否かを見定めることこそ大事である。つまり、過去においては、景気の山がつくのとほぼ同じタイミングで需給ギャップと雇用判断D Iもピークをつけている。

景気拡大持続の根拠として月例経済報告が用いられ、そして、水準論をベースとした強気論が出てくるときには、既に景気は後退し始めている。これが、我々が1991年の「バブル景気」や2000年の「ITバブル景気」の山付近で経験した、悲しいけれども歴史の定石だ。

日・米・欧・アジアの株価も、中国株を除けば、まだ全値戻しを達成したわけではないし、「ハーバード景気指数」のように、株価を前年比にして先行指数的に見ると、なお減速傾向は止まっていない（図表9、10、11、12）。米国FRBの利上げスタンスの中立化にしても、住宅市場の冷え込みが景気全体に波及する懸念を踏まえてのものであることは明らかだ。油断は禁物であり、注意を怠れない局面だといえよう。



(2007.3.23 投資調査部長 嶋中 雄二)

本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部 資料より」と明記して下さい。  
 本資料に掲載された分析・予測等は基本的にエコノミスト個人の見解に基づいています。また、資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。  
 本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング 投資調査部

〒105-8631 東京都港区新橋1丁目11番7号

URL : <http://www.murc.jp/>

TEL : 03-3289-1685 (部代表) FAX : 03-3289-1682