

1. 景気の動きと景気の水準

年末年始にかけて、株価が大幅に下落した。標準偏差で見てリスクが高い金融資産なので、先刻承知の人ばかりだろうと考えがちだが、ネット上に寄せられたコメントを見ると、そうでもない。狼狽気味の人もいれば、景気の見方を披露している人もいる。多いのは、景気がいいと言っているが、周りを見ても景気がいいとは思えないといった意見である。ところで、株価で景気の現状を測ることは無理である。そう言っている人もいるが、驚くことにそうでない人もいる。いずれにしても、景気がいいとか悪いとかは、正確には、景気の水準を問題にしている。ただ、実は景気がいいとは政府も日銀も言っていない。民間機関については、言っている人がいるかもしれないが、動きに言及することが圧倒的に多いはずである。動きとは、「回復」とか「後退」のことである。これは、政府や日銀に「右ならえ」をするからである。なかには、その「回復」基調でさえ怪しいものだとの見方もあった。景気変動(循環)の観測上は、現時点ではまだ、拡張局面にあるとしか言えないであろう。ただ、拡張期の長さで戦後有数と見られている現局面がどの程度の「高揚水準」なのかは、公的機関からは公表がない。一方では、一般の人たちがアンケートに答える格好で「景気回復の実感はない」と言っている。結論的には、一般の人たちが正しい。要するに、今の景気は「大したことはない」のである。付随して、最近感じるのが、このような先進国にも類例のない長期停滞的な経済で、「病人」とも言われている日本経済において景気変動の振幅は小さくなってきているはずということである。そうなると、従前の経験則を踏襲する「山」、「谷」、「1循環」の認定の仕方は大丈夫なのかという疑問が出てくるのではないだろうか。

2. 景気水準の比較

第1表には、景気変動論の考え方に基づいて、適切と考えられる代表的な景気指標を紹介した。特徴は、各指標について前回の拡張期のピークと今回の拡張期のピーク(最近時点までという条件付き)を比較していることである。また、本稿執筆時点の最新値も掲載している。さらに、冒頭、株式市場に言及したこともあり、PER(株価収益比率)も調べた。

景気変動論では、と断る必要もないほどの景気指標ばかりであるが、なんとひとつとして前回拡張期のピークを越えたものがない。また、今次拡張期で「これまでとは少し違う」といった意味合いから取り沙汰されることが多かった株式市場の指標(PER)を見ても、最近の方が低いのは明らかである。それもかなり低い。

前回拡張期は2002年2月~2008年2月までであり、現時点で戦後最長とされる。有名なニックネームとは言えないのだが、「いざなぎ景気」と呼ぶ場合もある。高度成長時代の代表的な拡張期である「いざなぎ景気」のお妃版である。「なだらか」というくらいの意味と考えればよい。この拡張期は、期間こそ長かったが、別名「だらだら景気」とか「陽炎景気」、果ては「Jobless Recovery」とも揶揄された。その前回拡張期に比べて、到達点が低くなっている。そして、足元を見ると、足取りは怪しくなっているのである(参考図1、2をも参照)。確実なことは、今次の拡張期の到達点から見て、その水準が前回のピークより低いことから、好況感のない拡張と言われていた前回は上回る評価をしないのは理に適っ

ていよう。つまり、今次の拡張は明らかに「好況」とは感じられないような拡張なのである。これは無論、現時点までの景気の水準に示唆を与えるための作業である。

さらに付け加えれば、今次拡張期の特徴として、2回の軽微な後退局面のようなものが観測されることがある。これを「ミニリセッション」と言う場合もある。なぜ、それは景気後退にならないかといえ、前述した経験則上後退に認定されないからである。景気基準日付で決まる局面の判断と景気の現状判断が異なることは仕方ない。前者の認定は局面転換の1年少し経過して行われれば早い方である。ルールに則った景気の基準日付は後付の問題であり経済史に残るものであるが、景気判断として景気が弱含んでいるという現状判断を政府として示すべきであった。それを怠っているから、混乱するのである。そのような拡張期が盛り上がり乏しいのは当然のことであろう。ただし、それは月例経済報告という政府の景気判断が示される場面でのことであり、景気動向指数の担当部局は正直にルールに則って、一進一退か弱含んでいるといった基調判断を下していた。政府部内で景気判断が異なっていたのである。そのようなことは珍しいことであるが、これまでも1970年代後半などたまに見られた。諸外国同様、指標による客観的な景気判断のほうが望ましい。むしろ、景気指標の拡張に予算と人を集中させるべきであろう。

3. 景気変動の振幅

これまでに述べてきたところではあるが、近年の景気変動は様相が変化してきているのではないだろうか。ひとつの仮説としては、低成長ということなら、景気指標の変動も小さくなっているはずということである。これを確認するために、公表されている景気動向指数(CI)の一致指数を最も古い時点まで遡って、図示したものが**第2図**である。

これを見れば明らかなように、景気変動の振幅が以前に比べて小さくなってきていることは疑えない。これが意味しているのは、景気の「山」、「谷」の認定に用いられるルールをそのままの形で適用するのが適切と言えるかという課題が提起されているということである。そのルールとは、ブライ=ボション法といって、「谷」から「山」は5か月(逆も同様)、「谷」～「山」～「谷」の1循環が15か月以上というものがここでの関心である。ここでいう5か月間というのも、例えば、データの季節調整値ではなく、12か月移動平均値を用いてのことであり、軽微な動きでは局面の変化につながらないのである。前出のミニリセッションは観測されず、そのまま拡張したということになる。低成長であれば、景気変動観測も軽微な変化に敏感なほうが実態を正確に表現できるのではないか。

さらには、すでに数値自体は公表資料には提示されているが、やや長期的なグラフをも示すのがよいであろう。景気動向指数の担当部局はルールに則って、客観的に景気判断を行っているので、水準を図示したものを公表することで「景気はいいのか、悪いのか」といった関心にも間接的にせよ応えることが出来るのではないだろうか。

第1表 主要景気指標の最高水準比較

	景気動向指数(CI)	日銀短観(大企業製造業)	景気ウォッチャー	鉱工業生産指数
前回拡張期	120.1	+26	57.5	119.4
今回拡張期	105.6	+25	56.9	105.9
最近の数値	103.0	+19	51.0	104.7

(備考)1.前回拡張期は2002年2月~2008年2月。今回は2014年12月~。今回拡張期の最高水準は2019年1月上旬公表時点までの数値。

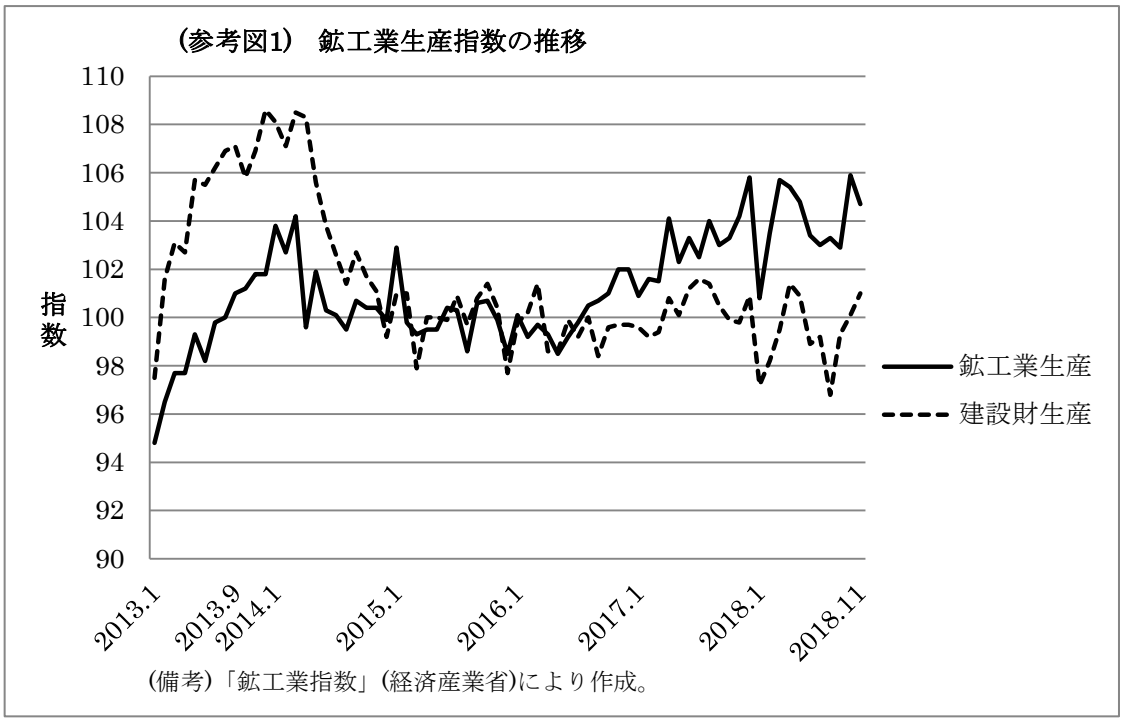
2.景気ウォッチャーは、現状判断DI(季節調整値)の数値。

3.今次景気拡張期の特徴として、円安(誘導?)と株価の上昇(比較的高値で安定?)が挙げられることも多い。そこで、PER(株価収益比率)を調べた。

2018年11月 17.1倍、2012年12月 18.4倍、2006年平均 32.3倍。

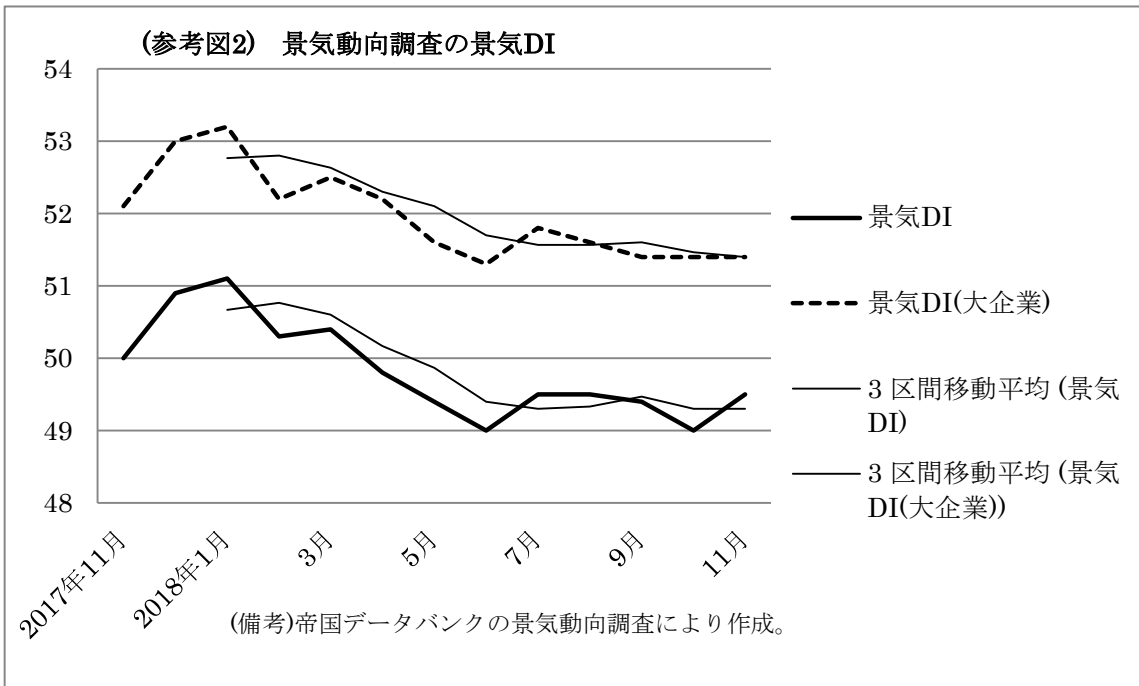


(備考)近年の大きな変動は、いわゆる世界金融危機(Great Recession)によるもの。



(参考図1 についての解説)

ここでは、景気指標のうち、二次統計でもなく意向統計でもない鉱工業生産指数を選んだ。第1表のうちこの統計以外は実態統計ではなく、今分類した統計に属する。意味はそれだけであり、推移の仕方が異なるというのではない。中だるみのすごさと結局のところ水準が大して上がっていないことが分かる。建設財を加えたのは、2013年9月に2020年のオリンピック招致が決まって以来、どういよう推移なのかを確認したかったからである。オリンピックで何かが生じていると言えるのだろうか。



(参考図 2 についての解説)

帝国データバンクは、倒産件数の公表で知られているが、この**景気動向調査**は極めて優れた調査である。まず、標本数は日銀短観より多い。

この調査は、日銀短観同様の意向統計で、企業に直接業況感を聞いたものである。政府の消費動向調査や景気ウォッチャー調査と同様の計算方法に依っているが、それらよりも細かく積み上げられている。即ち、「良い」から「悪い」まで7区分して、得点を与え、それを計算したものである。前2者は5区分で計算。日銀短観は、「さほど良くない」を加えれば3区分であるが、計算は「良い」－「悪い」で行う。この調査の基調判断は最近、「弱含み」というのがよく登場する。なお、この指標の他にも有力な指標はある。世界では最も重要視されている景気指標の1つである **PMI(購買担当者景気指数、米国では ISM 景気指数が相当)**がそれである。英国の調査会社マーキット社が考案者であり、世界中の PMI を取りまとめているが、日本のものは日本経済新聞社が担当している。この指標は、受注、仕入、生産、デリバリー等生産活動の局面ごとに企業に状況を聞いて作る「意向統計」の1種である。景気の定義にも近く、本来は最重視されるべき性質のものである。諸外国ではこれで一喜一憂しているが、日本ではなかなか浸透しない。不思議ではある。その推移を2018年以降追いかけると、やはり、帝国データバンク版と同様、少しずつ弱含んできていることが分かる。50を下回ってはいないが、数値が50に近づきつつある状況を回復テンポが鈍化しているというような表現で判断に付け加える必要があるのではないか。

(妹尾 芳彦)