視　　点

金融市場が注目する経済指標について(3)

さくら証券チーフエコノミスト　　宅森　昭吉

6　日本の経済指標予測……(2)

前回に引き続き金融市場が注目する日本の経済指標の予測のコツについて述べてみたい。これまで卸売物価指数と景気動向指数についてふれた。今回はまずマネーサプライから始めたい。

③　マネーサプライ

マネーサプライは金融機関以外の企業や個人などが持っている現金・預金などの合計である。日本銀行がマネーサプライの対象となる金融機関のバランスシートを統合し、その負債勘定からマネーサプライの対象となる通貨を集計することによって求めている。発表日は翌月中旬で、原則、翌日の第12営業日目である。半年間先のスケジュールが３・６・９・12の月末に公表される。予測の対象となるのは代表的指標である「Ｍ２＋CD」の平残の前年同月比である。現金に要求払預金を加えたＭ１にさらに定期性預金を加えたのがＭ２である。Ｍ２に1979年から発行されているCD（譲渡性預金）を加えたものが「Ｍ２＋CD」である。また「広義流動性」の前年同月比の予測値を聞かれることもあるが、これはＭ２＋CDに郵便貯金、信託などを加えたＭ３＋CDにさらに金融債、国債、債券現先、投信、外債を加えたものである。

Ｍ２＋CDの予測法は通貨需要関数を作成し求めるなどいろいろと考えられるが、私のやり方は事前に発表されている関連データを参考にする手法だ。

当該月の月末には、日銀券の平残のデータが発表される。また、マネーサプライ発表の一週間程度前には、同じ日銀から貸出・資金吸収動向等が発表され、都銀・地銀・第２地銀の３業態の「実質預金＋CD」の動向等も判明する。金融機関保有分を控除する必要があるが、これはＭ２＋CDのかなりの部分を占めるものである。この他に財政面の要因等を織り込んで予測値を決定する。

なお、日銀ではアイボリーペーパー（『金融経済月報』）に３ヵ月おきに次の四半期のＭ２＋CDの前年同期比の見通しが「χ％前後」「χ％台」という大雑把な表現で発表されるので、この辺も参考にすることが出きる。

④　貿易統計

大蔵省が発表する統計である。１件当たり20万円以下の少額貨物、旅客用品、見本品などのわずかな除外品を除き、わが国の輸出貨物・輸入貨物の全てを対象とする。

月次データの確報は翌月末頃に公表されるが、予測の対象となるのは、最近は20日前後に公表されることが多い速報分の出超額である。細かい内容については原油に関してのみしかわからないものの、貿易統計には上旬分と上中旬分のデータが

ある。輸出と輸入と出超額の全体ベースの統計が上旬分は当該月の下旬に上中旬分は翌月上旬に公表されている。この辺の数字をベースに、参考になりそうな為替や、月別・国別の個別情報を加味して予測値を算出する。なお、貿易統計の公表日は直前にならないとわからない。

⑤　鉱工業生産指数・速報値

鉱工業生産指数は通産省が作成している統計である。米国では電力等を使用し半分以上を推計していると言われているが、日本の場合はしっかりと調査をしている。このため発表時期は米国が翌月央なのに対し、日本では速報値が翌月下旬になる。

毎年春に次年度の公表日程が判明する。年１回、３月分公表時に年間補正も実施される。

現在の鉱工業生産指数は1995年（平成７年）を基準とし、その年の平均水準を100とした指数で示されている。ウェイトも平成７年の産業構造に基いて作成されている。鉱工業生産指数の採用品目数は536品目であるが、速報値には厚生省管轄の医薬品などいくつかの品目は含まれていない。これらの品目に関してはは速報段階では前月比ゼロで仮置きし、翌月中旬に発表される確報値の段階で当該月の数値が加わることになる。

鉱工業生産指数と直接結びつけるのは、やや問題があるものの、実は、速報値が発表されるのと同時に製造工業生産予測指数の前月比という便利なデータが発表されている。当該月の下旬に当該月と翌月の２ヵ月分の前月比の予測値が判明するのである。

鉱工業から鉱業を除いたものが製造工業だが、鉱工業生産指数に占める鉱業のウェイトは１万分の24.2にすぎないので鉱工業生産指数を製造工業予測指数の前月比で延長するということもよく行われる。製造工業予測指数の採用品目は180品目にすぎないが、それぞれの主要企業から毎月10日現在の生産数量の前月実績、当月見込み及び翌月見込みについて報告された結果を指数化し、それをもとに前月比や実現率等が公表されている。しかも、「その他」を除き鉄鋼業など８業種に関しても、予測指数の前月比が先行き２ヵ月分利用できるのは便利である。

鉱工業生産指数の季節調整はセンサス局法X-12-ARIMAの中のX-11デフォルトで行っている点に注意が必要である。実質的にはX-11であり、季節・曜日・祝祭日の調整が行われていないのである。これらを調整したX-12-ARIMAベースの季節調整値の生産指数も参考系列として鉱工業全体に関してだけは公表されている。

私は鉱工業生産指数・速報値の予測に当たっては予測指数の前月比を基準に考える。これに事前に判明する粗鋼生産や自動車生産、または大口電力使用量などの関連データの情報を織込む形にしている。粗鋼生産や自動車生産と、予測指数を用いて試算した鉄鋼業や輸送機械工業の生産指数とを比べ全体の予測指数がどちらに修正されそうかを判断する。また、天候要因を考慮した後の大口電力使用量の伸び率も重要な関連統計になる。

なお、予測調査の対象となるのは鉱工業生産指数（速報）の前月比である。当初、予測調査では回答機関に外資系が多かったので、米国の指標のように前月比が公表されており、それがかなり注目されているような指標は、前月比を採り上げたようである。機械受注などのように前年同月比でみた方が大きな流れがはっきりわかりそうなものでさえ、ブレが大きい前月比が予測の対象になっていることもある。

⑥　消費者物価指数

総務庁統計局が公表するデータである。予測調査の対象は「全国」と「東京都区部（中旬速報）」

の「総合」と「生鮮食品を除く総合」である。消費者物価指数は消費者が購入する多数の商品及びサービスが対象品目である。採用品目は、家計支出上１万分の１以上のウェイトであること、同じ種類の値動きに対して代表性があること、継続調査が可能であることを条件に選ばれるという。「全国」の指数の調査は原則月１回だが、生鮮食品に関しては上・中・下旬の３回調査を行うものもある。「全国」消費者物価指数の予測は、東京都区部中旬速報値の消費者物価指数や、大阪府が発表する大阪市の消費者物価指数など１ヵ月前に判明しているデータに、生鮮食品の上旬・下旬の大きな価格変動を加味する形で求めれば良い。「全国」の予測はかなり当てやすい。

東京都区部消費者物価指数（中旬速報値）はまず生鮮食品を除く総合の部分を予測する。予測する時の関連データはないので、医療費の値上げや電力・ガス料金の値上げなどの制度的要因を押さえ、それに過去からのトレンドや景気動向等を考慮して数字を決める。トレンドや過去のパターンから考えても、大きくはずれることは少ない。次に生鮮食品のデータを加え総合を予測する。生鮮食品の価格動向は新聞記事等で押えることが重要だ。東京中央卸売市場の野菜・果実の卸値動向等のチェックは「総合」を予測する時には不可欠である。

消費者物価指数は閣議報告されるデータのひとつである。発表日は、原則26日を含む週の金曜日である。なお、予測対象指標のうち東京都区部の消費者物価指数だけが、当該月の26日という、その月のうちに数値がわかる。極めて速報性のあるデータであると言える。

⑦　経常収支

経常収支は対外経済取引のトータル指標である国際収支統計の中の代表的指標である。経常収支の月次の速報値が予測調査の対象となる。季節調整値も公表されているが、通常は原数値が予測の対象である。速報値は翌々月の10日過ぎに公表されることが多い。確報値は翌四半期末に発表される。発表機関は大蔵省と日本銀行で、日本銀行が大蔵省の委任を受け作成している。経常収支は、貿易収支にサービス収支と所得収支と経常移転収支を加えたものであり、一定期間の居住者・非居住者間の財貨・サービスの取引状況を示す統計である。

経常収支の予測には事前に公表されている貿易統計を利用する。当然のことながら国際収支の貿易収支は貿易統計を基礎資料として作成されている。なお、貿易統計では輸出がFOB建、輸入がCIF建であるのに対し、国際収支統計ではどちらもFOB建である。また、貿易統計は僅かな除外貨物以外全て対象とするのに対し、国際収支統計では所有権が移転する輸出・入だけが対象である点には注意が必要である。貿易収支を固めることが経常収支予測の中心で、これにサービス収支の動向に関連する国際観光振興会の出国日本人数・訪日外客数や、所得収支の背景となる日本の株価・金利動向や為替レートなど様々な関連データの動向考慮することで、経常収支の予測値を固める。

⑧　有効求人倍率

労働省が発表する統計で「一般職業紹介状況」に記載されている。閣議了解指標のひとつで翌月下旬の火曜または金曜日の閣議後に、総務庁の「労働力調査」と同時に発表されている。

一般職業紹介状況は、公共職業安定所で取り扱った求人・求職に関する統計である。その中の有効求人倍率は月間有効求人数を月間有効求職者数で割ったものである。関連データとしては若干早く、全国求人情報誌協会の求人広告掲載件数が

発表になる。前の月に比べて求人倍率が大きく動くことは少ない。また景気の一致系列に採用されている指標であることにも考慮し、景気の流れ、生産動向なども考慮し、総合判断で予測値を出すことになる。

⑨　日銀短観

市場の注目度№１といってもよい統計が日銀短観である。現在は年４回３・６・９・12月時点で調査が行われている。かつては「主要企業短観」に関しての指標予測調査が行われたが、現在では全国の企業動向を把握することを目的とする「全国企業短観」が日銀短観の中心を占めることになったので、指標予測の調査対象も、全国短観の大企業及び中小企業の製造業・非製造業ごとの業況判断DIと、全産業ベースの大企業及び中小企業の設備投資計画の前年度比になっている。

業況判断DIの予測は通産省の 「産業動向調査」や経済企画庁の「法人企業動向調査」、大蔵省の「景気予測調査」、中小企業に関しては中小企業庁・中小事業団の「中小企業動向調査」、商工中金の「中小企業月報業況観測」、中小公庫「中小企業動向調査」などの類似のサーベイデータのトレンドを参考にしたり、調査期間に発表される１四半期前のGDPの動向や景気動向指数などのマクロデータを参考にしておおよそのイメージをつくる。

また、大企業の業況判断DIの予測に関してはブリッジニュース社の日銀短観の月次調査というべきブリッジ短観がたいへん参考になる。業況判断DIは「良い」「さほど良くない」「悪い」の３つの回答選択肢で、「良い」割合から「悪い」割合を差し引いたものである。他のサーベイ調査のように「良くなる」から「悪くなる」を引いたものとは違う。

ブリッジ短観の業況判断調査は、日銀短観と全く同じ調査方法である。しかも調査対象を資本金10億円以上の企業に限っている。平成８年３月からのデータがある191社ベースと平成10年６月からの391社ベースと２つの系列がある。日銀短観の大企業は従業員数で区分し1432社が（99年６月調査）が対象だが、その回答企業の一部にブリッジニュース社が月次で同じ質問項目をヒアリングしているわけだ。同じ方向の調査結果になるのはある意味当然である。３・６・９・12月のブリッジ短観の調査期間は日銀短観の調査期間に含まれる。

また、日本経済新聞が四半期に一度発表する「産業天気インデックス」も業況判断DIに極めて近い動きをするので予測の参考になる。99年８月には東洋経済新報社の「東洋経済短観」も始まった。

年度の設備投資計画調査に当たっては、各種の設備投資計画調査を参考にし、調査時点の後の経済・金融環境の変化をそれぞれに加味して予測する。設備投資計画調査は経済企画庁・通産省・日本経済新聞・日本開発銀行・日本興業銀行等が実施している。また、中小企業庁・中小公庫・商工中金などの中小企業の設備投資計画調査も、中小企業の計画値の前年度比の伸び率見通しを出す時には重要である。

⑩　機械受注

経済企画庁が翌々月10日頃に発表する月次統計で、調査対象は280社である。設備投資の先行き指標として注目される船舶・電力を除く民需ベースの機械受注の前月比が予測調査の対象となる。予期せぬ大きな受注が１件でもあると、それでブレてしまうような統計なので、機械受注の月次の予測は極めて難しい。予測にあたっては、幸い、機械受注統計では３・６・９・12月の月次データ発表と同時に、翌四半期の「見通し」を発表して

いるので、これを利用する。「見通し」をベースに考えることが大切だ。但し、この「見通し」は調査対象企業から出てきた数値（単純集計値）ではないことには注意が必要だ。単純集計値に直近３四半期の達成率の平均を掛けて「見通し」を求めるということをやっている。このため、例えば景気回復期では「見通し」よりも実績の方が上回りやすい。こうしたクセを考慮する必要もある。

予測にあたっては設備投資の先行きを含めた大きな流れをイメージすることも大切だ。それに加えて設備投資の一致指標といえる資本財出荷指数や建設財出荷指数のトレンド等もチェックする。また関連データとして事前に発表される工作機械受注や産業機械受注の動きも考慮する。

⑪　完全失業率

総務庁統計局の「労働力調査」の中の代表的な指標である。閣議報告の必要がある指標なので、翌月下旬の火曜か金曜日の朝に公表される。完全失業率は景気の遅行指標であることから、景気が幾分良くなりかけても、完全失業率は悪化基調継続ということになる。

完全失業者数の原数値を労働力人口の原数値で割り、パーセント表示にすることで原数値ベースの完全失業率が算出される。これを各月の季節指数で割ることで、季節調整値の完全失業率が得られる。予測調査の対象となる完全失業率はこの季節調整値ベースのものである。1999年の季節指数（暫定ベース）は最大が３月の1.050734で最小が12月の0.925956である。原数値ベースの失業率は新卒者で就職が決まらない人がカウントされる３月に上昇しやすく、年末のかき入れ時の12月に低下しやすくなるクセがあることがわかる。予測に当たり日銀短観や労働省の「労働経済動向調査」などの雇用に関するビジネスサーベイなどで大きなトレンドを把むことも大切だ。なお、完全失業率の季節調整値は前の月に比べて動いて最大0.3%ポイント（㈹99年４月→５月）程度で、通常は0.0〜0.2%ポイントの変動がほとんどである。小数点第２位ベースで悪化していても、表面上変わらないこともよくあるので注意が必要だ。

⑫　家計調査・全世帯実質消費支出

総務庁の家計調査は全世帯実質消費支出の前年同月比が予測調査の対象とされている。発表時期は翌々月上旬に最近早まった。内数である勤労者世帯の実質消費支出が98年12月28日発表の11月分速報分から、一足早く公表されることになった。全世帯に占めるウェイトは６割強であるので、全世帯ベースの前年同月比のかなりの部分を勤労者世帯の寄与度から推計することが出きるようになった。また、最近では、一部の通信社が勤労者世帯の実質消費支出の予測調査を始めている。

実質化に当たっては「持家の帰属家賃を除く総合」の消費者物価指数が使われる。予測時点で全国の当該月分が間に合わないこともあるが、その場合は東京都区部のデータを参考にする。

名目の消費支出の動向は商業販売統計などの月次の消費関連統計を参考にする。また、毎月勤労統計などから可処分所得を推測し、消費性向の動向を考慮し、消費支出の目途をつけることも出きる。

なお、世帯人員の動向も、消費支出の前年同月比に結構大きく影響するので、一年前の世帯人員と最近の世帯人員の違いにも考慮する必要がある。

⑬　新設住宅着工戸数

建設省が翌月末に発表する「建築着工統計」の中の代表的な指標であり、予測調査では新設住宅着工戸数の前年同月比を聞かれることが多い。この指標自体が景気に対して先行性を持つデータなので、予測に使える関連指標は少ない。関連デー

タとしては住宅金融公庫の「個人向け融資の募集結果」や不動産経済研究所の「マンション市場動向」などが参考になる。また住宅ローン金利動向などにも配慮が必要だ。新設住宅着工戸数は季節調整値等により直近の大きなトレンドの流れを把み、季節調整をかけた水準ベースからおおよその前年同月比を予測するとうまく当たることが多い。持家・貸家、分譲住宅などの内訳ごとの動向を把握することも重要だ。

⑭　実質GDP

国民所得統計速報は、経済企画庁が四半期に１度３・６・９・12月に、第１次速報値を当該四半期の２ヵ月と約10日後に発表する。予測調査はこの統計の１次速報値の実質GDPの前期比や、それを年率換算した前期比年率（＝瞬間風速）を対象とする。

実質GDPの推計方法の概要は99年５月24日に発表された「GDP速報化検討委員会報告書」の中の「参考資料１、暫定値及び速報値の推計方法の概要」に詳しく記述されているので、ここでは述べない。

代わりに、実質GDPのおおよその傾向をいち早く把握する方法をご紹介したい。それには今春から毎月、月次データが発表されるようになった全産業活動指数が大変役にたつ。もちろん、基準年が実質GDPは90年基準であるのに対し全産業活動指数は95年基準と違うし、また、季節調整法が実質GDPがセンサス局法X-11であるのに対し、全産業活動指数がセンサス局法X-12-ARIMAであるという違いがあることには注意が必要だ。

全産業活動指数は産出額を示し、そこから中間投入を差し引いた付加価値は定義上実質GDPに当たる。このため全産業活動指数の動きが実質GDPの動きをみる上では大変役立つ。99年～１～３月期の実質GDPの第１次速報値は前期比1.9%増と大幅プラスとなり話題となったが、その６日前に公表された同期の全産業活動指数も前期比1.3%増と高目の伸び率になっていた。

全産業活動指数は鉱工業生産指数や第３次産業活動指数をGDPの産業別付加価値ウェイトで加重平均したものである。鉱工業生産指数は製造工業予測指数を使えば、その期の半ばには前期比が誰にでも試算可能になる。これにウェイトである100分の22.4を掛ければ鉱工業生産指数による寄与度が求まる。また、全産業活動指数の前四半期の最終月の水準と前四半期の平均水準から翌四半期へのゲタが計算できる。これらはその期のうちに実質GDPの伸び率をイメージするのに役立つ。

GDPは２次統計なので１次統計からの推計が可能である。詳細を述べることは避けるが、個人消費の基礎データとしての家計調査、設備投資・在庫調査の基礎データとしての法人企業統計季報、財貨・サービスの輸出・入の基礎データとしての国際収支統計などをもとに各々の需要項目の動向を読むことが肝要だ。なお、「年報」発表の関係で12月初旬発表になる７～９月期の実質GDPの第１次速報値では設備投資等の推計に法人企業統計季報が間に合わずに使われていない点には注意が必要だ。

なお、99年に入って日本経済研究センターから特許申請を出している「月次GDP」が発表されることになった。経済企画庁が公表した推計方法とは別のやり方であるものの、GDPの動きをしっかりと追っているデータであり、この辺の動きもチェックすると参考になる。

⑮　大型小売店販売

一部の通信社が質問してくるデータに大型小売店販売がある。通産省の「商業販売統計」の中の代表的な指標である大型小売店販売は百貨店・スーパーに分かれている。予測調査では大型小売

店の既存店ベースの前年同月比が対象になる。日本百貨店協会とチェーンストア協会の業界の月次データが事前に発表されるのでそれらを参考にして、百貨店・スーパーごとに予測値を求め、それを合わせて予測する形となる。業界データが間に合わない時は東京地区や大阪地区などの各地域の百貨店売上高の動向やブリッジニュースが調べている「主要百貨店の売上動向」などを参考にして予測値を求める。

7　日米の経済指標の違い

米国の経済指標予測では前月比が重視される。前月比には前年同月比と比べ変化が早く表れると言う利点がある。また、振れが大きくなりやすいという欠点もあるが、マーケットの変動材料としてはブレた方が好都合なのかもしれない。

日本の経済指標予測では、一部の外国通信社が、通常ほとんど注目されない前月比、例えば大型小売店販売の季節調整済み前月比（全店ベースしかない）を聞いてくる時もあるが、鉱工業生産指数や機械受注など一部の指標を除いて前年同月比が予測の対象となっている。

また、米国ではGDPなどは当該四半期の１ヵ月後には事前推定値が発表されるなど概して公表時期が早い。なお、GDPの翌営業日に発表される月次の個人消費は四半期の平均がGDPの個人消費データにピタリ一致する便利なものである。但し、鉱工業生産指数のようにかなりの部分が電力量からの推計であるなど、個別企業からの報告をもとにまとめる日本の統計と比べ精度が劣るものもある。一方、貿易統計は、日本が翌月20日頃には発表しているのに、米国では翌々月の20日頃の発表と、米国の方が１ヵ月も公表が遅い指標もある。