

日本経済は景気後退に陥るのか

短観の深堀りとヒストリカルD I 試算による考察

みずほ総合研究所

調査本部 経済調査部

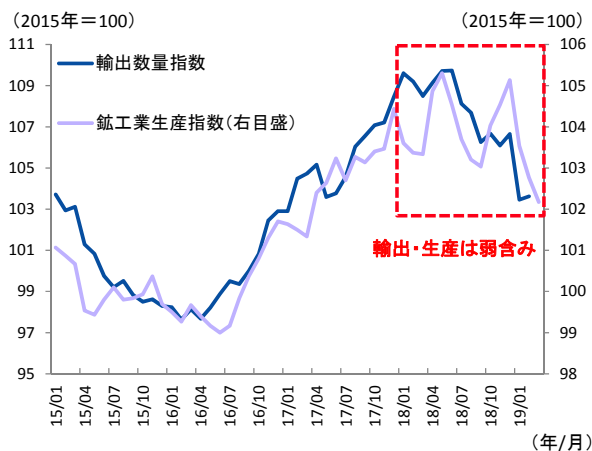
03-3591-1241

- 日銀短観（3月調査）において業況が顕著に悪化した業種においても、年度下期の底入れ期待を背景として、設備投資計画は底堅い。非製造業の業況判断D I の水準も高く、内需の耐久力は維持
- ヒストリカルD I を試算した結果、現時点では景気後退判定はギリギリ回避の公算。設備投資の調整圧力も小さく、深刻な調整は避けられる見通し
- 米中摩擦の深刻化、中国経済の減速やIT需要低迷の長期化、想定を上回る円高などがリスク要因。内需がもちこたえる間に外部環境が好転するかが焦点。設備投資が弱含めば景気後退入りの懸念も

「いよいよ日本経済は景気後退に陥るのか?」「戦後最長の景気回復は実現していなかったのではないか?」という声が多くなってきた。2017年末頃までは、日本経済は世界景気の同時拡大、半導体市場のスーパーサイクルなどを背景として景気拡大を続けてきた。しかし、その後状況は一変し、中国経済の鈍化、半導体などIT需要の低迷など、逆風が吹き付けている。実際、輸出数量指数、鉱工業生産指数をみると、2018年入り以降に弱含んでいる状況が観察される（図表1）。

こうした状況を反映して、内閣府の景気動向指数は、C I 一致指数が2019年1月に前月差▲2.5Ptと大幅に低下した（図表2）。2月は前月差+0.7Ptと上昇したものの、2月の落ち込みを取り戻すには至らなかった。内閣府のC I 一致指数の基調判断は、現状（2月時点）で「下方への局面変化」となっている。C I 一致指数は、①「3ヵ月以上連続して、3ヵ月後方移動平均が下降」、②「当月の前月差の

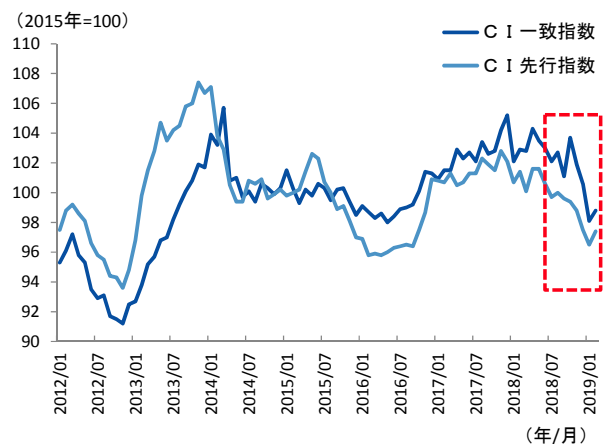
図表1 輸出数量と鉱工業生産



(注) 鉱工業生産指数は公表された季節調整値（2019年3月は経済産業省の補正值）、輸出数量指数はみずほ総合研究所による季節調整値。いずれも3ヵ月後方移動平均。

(資料) 財務省、経済産業省より、みずほ総合研究所作成

図表2 景気動向指数



(資料) 内閣府より、みずほ総合研究所作成

符号がマイナス」の2つの条件を満たしてしまうと、基調判断が「悪化」（内閣府の定義は「景気後退の可能性が高いことを示す」）に下方修正されることになる。2月のC I一致指数が前月差で上昇したため、「下方への局面変化」で踏みとどまっている状況だが、2月のプラス幅は小幅であり、3月以降の状況次第では「悪化」に下方修正される可能性がある。このため、エコノミストの間でも、日本経済は景気後退入りする可能性が高いとの論調が徐々に増えてきている。

さらに、先日公表された日銀短観（3月調査）において、大企業・製造業の業況判断D Iが▲7%Ptと大幅に低下した。輸出・生産といったハードデータだけではなく企業マインドも悪化していることを示唆する内容であり、報道でも大きく取り上げられたことは記憶に新しい。

確かに、これらの指標は足元の日本経済が力強さに欠けることを示している。一方で、「景気後退」となるかどうかは、冷静に立ち止まって考察する必要がある。短観の基本的な評価については、酒井（2019）でも指摘しているとおり、非製造業の業況判断D Iの悪化は小幅であり引き続き高水準を維持しているほか、新年度の収益計画・設備投資計画は底堅い内容であった。また、C I一致指数に基づく景気の基調判断とは別に、政府は最終的に公式な景気の転換点を設定する際にヒストリカルD Iを使用している（景気動向指数研究会が景気の高谷を判定する）。C I一致指数による基調判断と、ヒストリカルD Iを用いた景気の転換点は必ずしも一致しない。

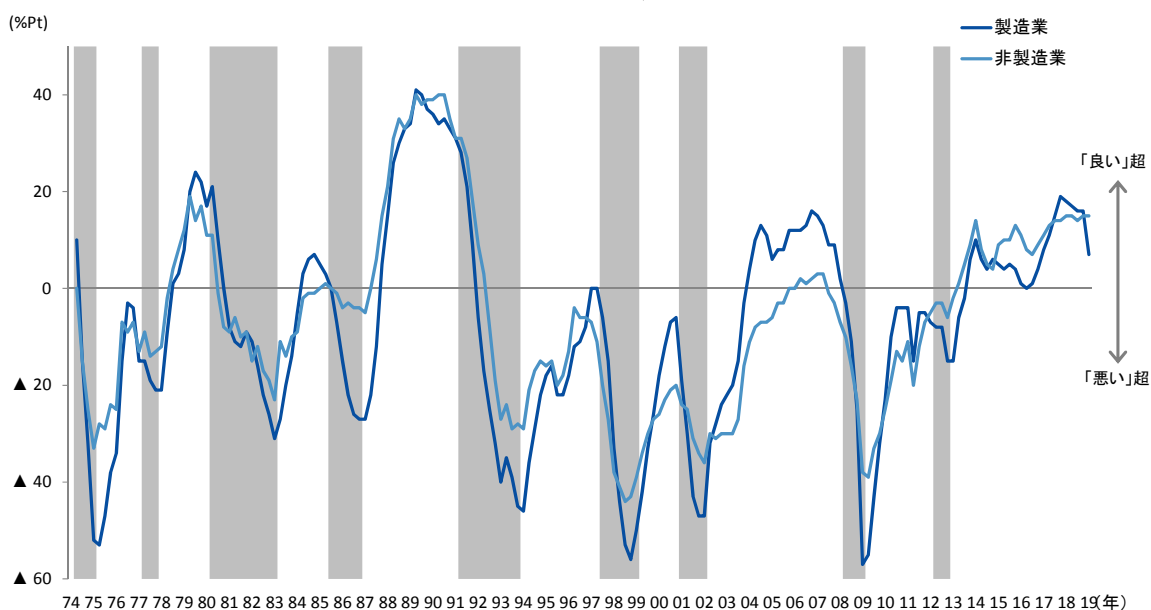
本稿では、短観の業種別計数のデータを用いて、酒井（2019）よりも詳細なデータをみることで、3月調査の解釈を深めるとともに、ヒストリカルD Iの試算を通じて、景気後退の可能性について考察することとしたい。

1. 日銀短観（3月調査）の解釈の深掘り～景気底入れ期待が事業計画を下支え

（1）長期時系列でみた立ち位置～非製造業の高水準維持は内需の底堅さを反映

日銀短観の業況判断D Iについて、長期時系列でみた現在の立ち位置について確認してみよう。

図表3 業況判断DIの長期時系列



(注) 全規模。網掛け部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

全規模ベースで長期の時系列をみると¹、過去の景気後退局面では製造業だけでなく非製造業についても大幅に低下しているケースが多い（図表3）。これに対して、今回の3月調査時点では非製造業は高水準を維持しているのは先述したとおりであり、外需は弱い一方で内需は引き続き底堅いことを示唆している。この点は、今回の調査を評価する上で好材料と言えるだろう。

（2）足元と先行きの景況感の悪化は「悪い」の上昇でなく「良い」の低下が主因

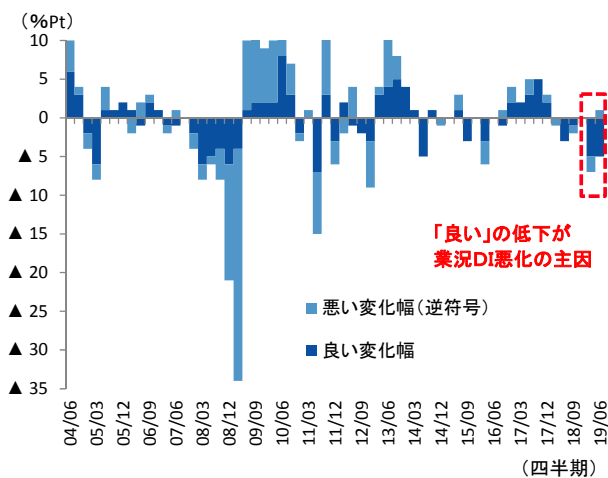
次に、製造業の景況感の動向について検証してみよう。大企業・製造業の業況判断DIについて、悪化幅（▲7%Pt）は2012年12月（▲9%Pt）、2016年3月（▲6%Pt）以来の大きさであり、企業の景況感としては確かに悪化している。ただし、DI（%Pt）は、「貴社の業況」について企業が「良い」「さほど良くない」「悪い」の3つの選択肢から回答した上で、「良い」と回答した企業の構成比（%）から「悪い」と回答した企業の構成比（%）を引いて求められる指標である。つまり、DIが低下する場合、①「良い」と回答する企業が減ることによる影響と、②「悪い」と回答する企業が増えることによる影響の2つの経路が存在する。

業況判断DIの変化幅について、この2要因で寄与度分解を行ったものが図表4だ。これを見ると、2019年3月の「最近」の業況判断DIの低下は、「悪い」と回答する企業の増加（2%Pt分の寄与度）よりも、「良い」と回答する企業の減少（5%Pt分の寄与度）が主因であることがわかる。2019年6月の「先行き」の業況判断DIの低下についても、「悪い」と回答した企業割合はむしろ低下しており、「良い」と回答する企業が5%Pt分低下することに起因している。通商問題など不確実性が高まっている状況において、「良い」から「さほど良くない」という回答にシフトしている、というのが実態であり、「悪い」とまではみていないということだ。企業マインドがこれまでよりも弱含んでいることは間違いないが、巷がもつ「悪化」のイメージとは異なる点に留意が必要だ。

（3）景況感の悪化が顕著な業種でも設備投資意欲は底堅い

次に、短観の業種別計数を用いて、より細かく考察してみよう。業況判断DIについて、特に悪化が顕著な業種をみてみると、中国を中心とした海外の設備投資需要の鈍化により、はん用機械が大幅

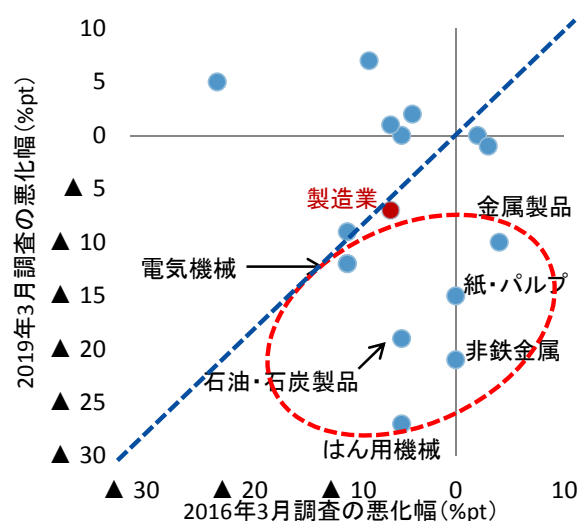
図表4 業況判断DIの寄与度分解



（注）2019年6月は先行き。

（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

図表5 業種別業況判断の変化幅



（注）大企業。点線は45度線を表す。

（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

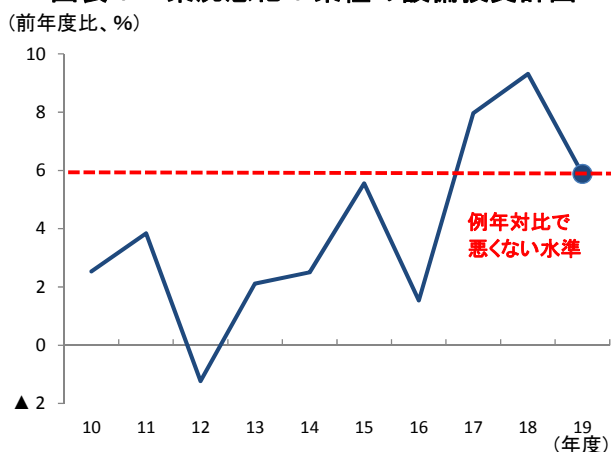
に悪化していることが目立つ（悪化幅は▲27%Ptで、当該業種の調査を開始した2010年3月以来、過去最大の下げ幅）。そのほか、加工業種では、電子部品・デバイスの不振などから電気機械の低下幅も大きい（▲12%Pt）。素材業種では、非鉄金属（▲21%Pt）や金属製品（▲10%Pt）などが大きく悪化しており、中国経済減速による需要の鈍さだけでなく市況悪化の影響も出ている様子がうかがえる。

今回調査における大企業・製造業の業況判断D Iの悪化幅について、直近で悪化幅が今回調査並に大きかった2016年3月調査と比較したのが図表5だ。2016年3月調査時は、中国など新興国経済が減速して世界経済のソフトパッチ期と呼ばれた時期であり、みずほ総合研究所（2018）及びみずほ総合研究所（2019）では、現在の経済情勢（中国経済の減速、ITサイクルのピークアウト、欧州政治不安など）が2015～2016年の世界的な景気減速局面と類似している点を指摘している。

図表5をみると、はん用機械、電気機械、非鉄金属、金属製品、石油・石炭製品、紙・パルプといった業種で、今回悪化幅が大きいことがわかる。はん用機械は、半導体など様々な製品の部品製造に使われるが、中国向け、欧州向けの受注が縮小傾向で推移したことが響いたようだ。電気機械は、米中貿易摩擦を背景に様々な製品の需要見通しが下方修正され、急激な生産・在庫調整の発生が業況悪化につながったとみられる。なお、2016年前半は一時的な生産・在庫調整に留まったが、今回は需要見通し自体が大きく下方修正された点、世界のサプライチェーンの最終形態が見えず、先行き不透明な点が異なると言える。紙・パルプについては、2019年出荷分より大手各社が印刷情報用紙の大幅値上げを表明していたことに伴う需要先食いの反動で一時的に悪化したとみている。そのほか、2016年は鉄鋼や自動車の業況判断D Iが悪化していたが、今回調査ではこれらの業種でそうした傾向はみられない。

次に、当該6業種の設備投資計画（大企業、3月調査時点）の時系列をみたのが図表6だ。2019年度の設備投資計画は前年度比5.9%となっており、好調に推移した2017年度、2018年度と比較すれ

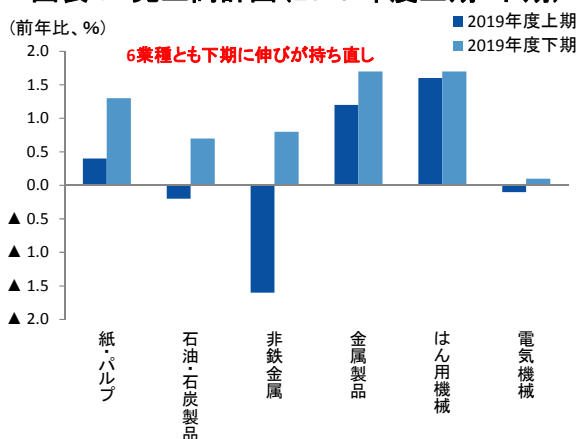
図表6 業況悪化6業種の設備投資計画



(注) 大企業。土地含みソフトウェア・研究開発除く。各年度の3月調査におけるはん用機械、電気機械、非鉄金属、金属製品石油・石炭製品、紙・パルプの6業種の設備投資実績(計画値)を合計し、同3月調査における前年度実績見込み額で除して前年度比を算出。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

図表7 売上高計画(2019年度上期・下期)



(注) 大企業。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

ば鈍化しているものの、例年対比では悪くない水準と評価できるだろう。景況感の悪化が顕著な業種でさえ、設備投資意欲は底堅いと評価できる。業況判断D Iの数字ほどには設備投資マインドが弱含んでいない点は、先行きの日本経済にとってポジティブな材料と言えるだろう。

(4) 年度下期の底入れ期待が企業の投資意欲を下支え

業況判断D Iが低下する中、なぜ企業の設備投資意欲は底堅いのか。先の6業種について、2019年度売上高計画を上期・下期別にみたのが図表7だ。これをみると、各業種で年度下期に売上高の伸びが持ち直す計画となっており、さらなる業績悪化は想定されていない。つまり、年度下期の底入れ期待が背景にあると言えそうだ。

もちろん、こうした企業の想定通りに底入れが実現するには、いくつかの前提条件が存在する点に注意が必要だ。図表8では、底入れ実現の前提条件として考えられる主なシナリオを①～⑤として列挙している。以下、1つずつみてみよう。

まず、①米中摩擦の更なる深刻化が回避されることである。米中経済は分離不可分の関係であり、どこかで妥協点が模索されるのがメインシナリオということだ。ただし、米中対立の構造は技術覇権など多次元にわたり、解決は一筋縄ではいかないことから、対立が長期化するおそれもある。

次に、②中国経済が景気対策により年央にも底入れすることだ。減税やインフラ投資を中心に4兆元の景気対策が発表されているほか、金融政策では預金準備率の引き下げ、民間零細企業向け資金供給の強化が打ち出されている。事実、足元では一部効果が顕在化しつつある。一方で、構造問題など中国経済についてはなお不確実性が大きい点には留意が必要だろう。

③良好な雇用環境を反映して内需が堅調に推移する点については、非製造業の業況判断D Iにも表れており、当面は製造業の不振を非製造業がカバーする構図となろう。消費増税を2019年10月に控えるが、軽減税率、教育無償化、ポイント還元等の各種所得支援策が下押し圧力をカバーすると見込まれる。

④半導体市場については年後半に調整圧力が一服することが前提条件となっている。昨年後半から調整局面入りしているものの、5Gやデータセンター、自動運転など将来的な需要は底堅いとの見立てだ。ただし、ファーウェイを巡る問題にみられるように、米国の技術流出規制の動向次第では5Gの本格普及を妨げる要因にもなり得る点が懸念材料だ。

⑤為替レートの動向も重要なファクターだ。今回の3月調査における大企業・製造業の2019年度の想定為替レートは108.87円であり、足元の水準からは若干円高方向で置かれている。FRBが利上げから様子見姿勢に転じる中、日米金利差拡大による円安進行が期待しにくい状況であり、年後半にかけて世界経済の下振れが意識される中、やや円高方向での展開が予想されているということだろう。しかし、野口他(2019)

図表8 底入れ実現の前提

①	米中摩擦の更なる深刻化回避
②	景気対策による中国経済底入れ
③	良好な雇用環境を反映した堅調な内需
④	半導体市場の調整圧力一服
⑤	為替動向(想定為替レート:108.87円)

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

が指摘するように、今後予定される日米物品貿易交渉（TAG）で為替条項の導入などが要請された場合、為替相場が急激に円高へ触れるリスクも考えられる。

仮に、米中貿易摩擦の深刻化や中国経済の更なる減速、半導体などIT需要低迷の長期化、想定を上回る円高など、①～⑤の前提条件が崩れれば、更なる業況悪化はもとより、収益計画・設備投資計画の下振れにつながる可能性がある。リスクシナリオとして念頭に置いておく必要があるだろう。

（５）「景気後退」よりは「底入れ時期の後ずれ」

ここまで、短観調査を細かく考察してきた。通商問題などの不確実性が高まる中で、確かに景況感はいまだよりも低下しているものの、直ちに景気後退入りを意識しなければならない状況でもないことがわかるだろう。長期時系列でみたとおり、非製造業を中心に業況判断DIの水準は高く、企業の耐久力は相応にある。設備投資計画も底堅く、今後の景気を下支えするだろう。仮に輸出や生産が弱含む状況が続き、CI一致指数の機械的な基準で基調判断が「悪化」に下方修正されたとしても、「景気後退」というよりは「底入れ時期の後ずれ」という形になる可能性が高い。少なくとも、深刻な調整は避けられるというのが現時点における我々の評価だ。

ただし、先述した前提が大きく崩れ、設備投資が腰折れしてしまった場合、（後述するヒストリカルDIとの関係でも）景気後退入りの可能性が一気に高まることになる点には留意する必要がある。

2. ヒストリカルDI試算による景気後退リスクの考察

（１）ヒストリカルDIの概要

本節では、政府が公式に景気の転換点（山・谷）を設定する際に用いるヒストリカルDIに基づき、景気後退リスクについて考察する。

ヒストリカルDIの概要については徳田（2015）で説明されているとおりであるが、CIと同じ指標を採用し²、個々の指標ごとに山・谷を設定して、拡張局面（谷から山の間）にある指標の割合として算出される。基本的には50%を割る直前の月が景気の山、50%を超える直前の月が景気の谷として認定される。

ただし、景気後退の判定（景気の山の設定）に際しては、ヒストリカルDIが50%を割るだけではなく、「3つのD」を満たす必要がある。すなわち、①「波及度（Diffusion）」（経済活動の収縮が大半の経済部門に波及していること、目安はヒストリカルDIが0%近傍まで下降）、②「量的な変化（Depth）」（CI一致指数が顕著に下降していること、目安はCI一致指数が過去の参照すべき後退局面のうち下降が小さかった例と同等以上に下降）、③「景気後退の期間（Duration）」（景気後退の期間が極めて短くなっていないこと、目安は景気の山（谷）が直前の景気の谷（山）から5カ月以上経過し、かつ前の景気循環の山（谷）から15カ月以上経過）の3つの判定基準をそれぞれ満たす必要がある³。

（２）ヒストリカルDIの試算結果と日本の景気後退リスク

本稿の執筆時点で、内閣府は2012年12月～2018年10年までのヒストリカルDIを公表している（2018年10月時点で75%⁴）。ヒストリカルDIの算出には、各種の移動平均（15カ月加重移動平均など）が用いられるため、2018年以降のデータは遡及改定されていくことになる。本稿では、徳田（2015）を参考として⁵、執筆時点で判明している直近の公表値を反映した上で、先行きについてはみずほ総合研究所の見通しを適用して、ヒストリカルDIの足元までの延伸値を試算した。

試算結果を図示したのが図表9だが、ヒストリカルD Iは内閣府公表値から大幅に下方修正される格好となる。2018年5月時点で50%を下回り、足元の2019年1月時点で22%まで低下している。2015年前後の停滞局面の同等程度の水準という状況だ（現行の採用系列で遡及して試算しており、過去の景気の山・谷を設定した当時のデータとは異なる点には留意する必要がある。なお、2012年の景気後退判定については、判定当時のヒストリカルD I 試算値の最低値は20%程度にとどまったものの、山をつけていない系列のうち「鉱工業生産指数」は山をつけている他の系列に相当する程度低下しており、実質的に10%まで低下したとの判断がなされた⁶⁾。

問題となるのは、この結果を受けて景気後退と判定されるか否かである。先述した3つの判定基準に沿って考えてみよう。まず、③「景気後退・拡張の期間」については、直前の山から5カ月、谷から15カ月以上経過しているので基準を満たす。②「量的な変化」については、2019年1月時点で想定される山（2018年4月）対比でC I一致指数は▲6%の低下となっている。過去の景気後退局面における低下率は▲3.4～▲33.8%となっているが、2017年6月の景気動向指数研究会においては2014年の消費増税後（2014年4月～2016年2月）の▲6%の低下に対して景気後退の判定がなされなかったことを踏まえると、微妙なラインと言える。最後に、①「波及度」だが、足元でヒストリカルD I 試算値が20%程度を維持していることを踏まえると、判定基準はギリギリ適用されない可能性が高い。

実際に政府が景気の山・谷を設定する際には、ヒストリカルD I 以外にも、実質GDPや日銀短観の景況感の動きなども踏まえて総合的に判断がなされることとなるが、前節と本節の考察を踏まえれば、現時点では景気後退の判定は避けられる公算が大きいと考えられるだろう。

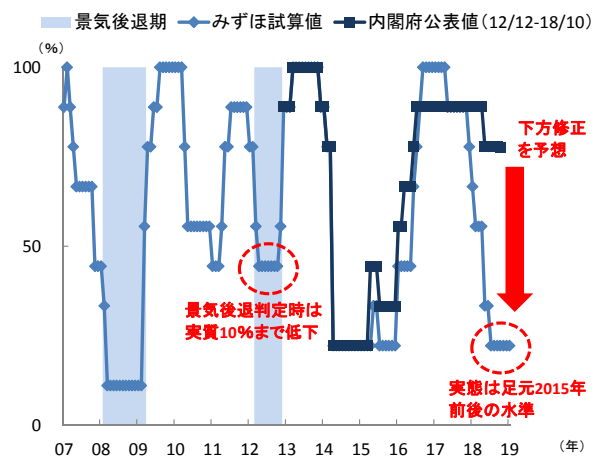
なお、「波及度」において+判定されているのは「投資財出荷」、「有効求人倍率」の2系列である。後者については引き続き雇用環境の良好（ひっ迫）さを踏まえれば問題はないと見込まれる一方、投資財出荷については設備投資の動向次第で下振れる可能性はある⁷⁾。仮に米中対立深刻化などを受けて設備投資が弱含めば、ヒストリカルD I 上で景気後退と判定される蓋然性が一気に高くなる⁸⁾。この点は、前節の短観における企業の想定に関する議論と同様である。

また、以上の試算結果は、今後の指標の公表結果や統計の改定次第で変化し得る点に注意されたい。

3. 鍵となるのは設備投資の動向～トレンドは上昇基調、調整圧力は大きくない

上述のとおり、雇用環境が引き続き良好（ひっ迫）傾向で推移することが見込まれることを踏まえると、日本の景気後退入りを左右するのは設備投資の動向ということになるだろう。

図表9 ヒストリカルD Iの試算



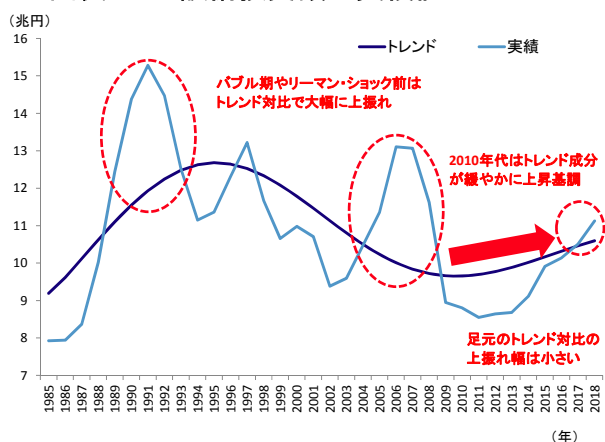
(注) みずほ試算値はみずほ総研による経済見通しをベースに試算。現行の採用系列で試算しており、過去の景気の山・谷を設定した当時のデータとは異なる点には留意する必要がある。

(出所) 内閣府「景気動向指数研究会」より、みずほ総合研究所作成

設備投資については、坂本・酒井（2019）で指摘しているように、対GDP比率、対資本ストック比率でみて過去最高水準を更新しており、経験則上は調整圧力の高まりが示唆される。この点について、坂本・酒井（2019）と同様の手法を用いて、設備投資の調整圧力の大きさを検証した。具体的には、財務省「法人企業統計」における設備投資額（全産業（除く金融保険業）の季節調整値、ソフトウェアを除く）の四半期データ（2018年10～12月期まで）についてCFフィルターを適用し、トレンド成分を抽出した⁹。（ソフトウェアを除く系列を使用したのは、ヒストリカルDIに採用される投資財出荷指数のカバー範囲に合わせるためである。）

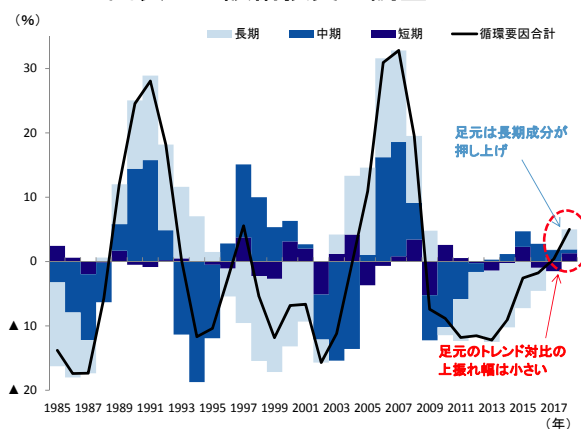
トレンド成分を抽出し、実績値の動きと対比した結果が図表10、11だ。根強い省力化投資や更新投資などを背景として、2010年代においてトレンド成分は上昇基調で推移しているのは坂本・酒井（2019）

図表10 設備投資額の実績値とトレンド



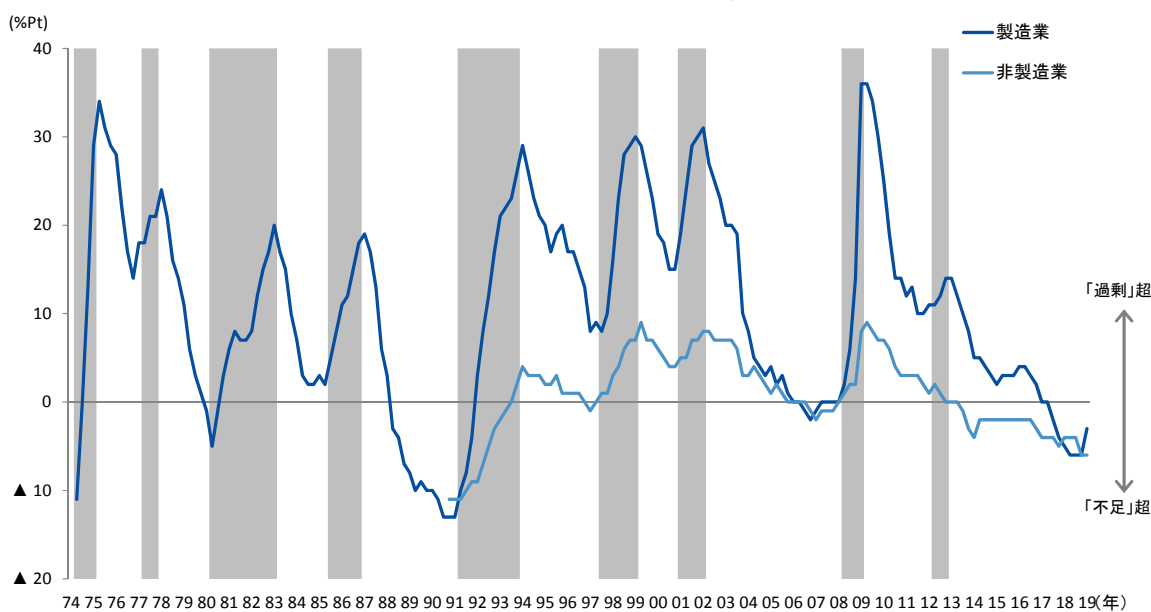
(注) 全産業（除く金融保険業）。設備投資額は季節調整値。ソフトウェアを除く。
 (資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表11 設備投資の調整圧力



(注) 全産業（除く金融保険業）。設備投資額は季節調整値。ソフトウェアを除く。循環要因によるトレンド対比の乖離率をプロットしている。
 (資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表12 生産・営業用設備判断DIの長期時系列



(注) 全規模。網掛け部分は景気後退局面。
 (資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

と同様の結果である。足元の循環要因によるトレンド対比の上振れ幅を調整圧力の代理変数としてみると、過去のバブル期やリーマン・ショック前と比較して調整圧力は小さいと評価できる（2018年の循環要因によるトレンドからの乖離率は約5%、乖離の内訳も長期成分による押し上げが中心）。実際、日銀短観の生産・営業用設備判断D I（全規模）をみると、足元（2019年3月調査）でも製造業、非製造業ともに不足超の状況が継続している（図表12）。この点は、過去の景気後退局面と大きく様相が異なる。今後、減速圧力は生じるとしても、大幅な落ち込みは避けられる可能性が高い（6月の先行きも不足超の継続が見込まれている¹⁰）。ここでの考察は、日銀短観において2018年度、2019年度の設備投資計画が底堅い推移となっている点と整合的である。

設備投資のトレンド要因が上昇基調にあることを踏まえれば、1節で考察したように、企業の想定が大きく崩れない限り、設備投資は底堅く推移していくことが見込まれよう。その結果、外需で一時的に下振れが発生したとしても、安定した内需が下支えし、深刻な調整は避けられる可能性が高い。設備投資を中心とした内需が持ちこたえている間に、企業の想定通りに中国経済やIT需要が底打ちするかどうかが当面のポイントとなるだろう。

【参考文献】

- 酒井才介（2019）「中国経済やIT需要の減速で大企業の業況判断は悪化（3月調査）」、みずほ総合研究所『日銀短観解説』、4月1日
- 坂本明日香・酒井才介（2019）「設備投資は調整局面に向かうのか～資本ストック循環と周波数分析に基づく考察～」、みずほ総合研究所『みずほレポート』、2月25日
- 徳田秀信（2015）「外需主導の景気後退リスクの検証～ミニ後退のリスクはあるが、深刻な調整は回避へ～」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、10月1日
- 野口雄裕・宮本凌・黒宮界人（2019）「日米長期金利とドル円相場の展望～米国の通貨政策の変化が円相場の変動要因に～」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、3月27日
- みずほ総合研究所（2018）「2018・19年度内外経済見通し～2019年は成長鈍化も底堅さは維持、不確実性の高まりに警戒～」、2018年11月15日
- みずほ総合研究所（2019）「2018・19・20年度内外経済見通し～2020年にかけて世界経済は減速、不確実性は依然高い～」、2019年2月15日

- ¹ 日銀短観は2004年に業種分類の見直しや調査対象業種の拡充などが行われている。ここでは、長期的な時系列での動きを確認するため、一般に注目される大企業ベースでの計数ではなく、全規模ベースの計数を抽出した。
- ² 現在の採用指標は、鉱工業生産指数、鉱工業用生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数、所定外労働時間指数、投資財出荷指数、商業販売額（小売業）、商業販売額（卸売業）、営業利益、有効求人倍率の9つである。
- ³ 第17回景気動向指数研究会（平成29年6月15日開催）会議資料1を参照。
- ⁴ 第18回景気動向指数研究会（平成30年12月13日開催）会議資料2を参照。一判定は耐久消費財出荷指数と商業販売額（卸売業）（前年同月比）の2つ（10月値は営業利益を除く8系列で算出されている）。
- ⁵ 徳田（2015）は、Mark Watson教授が統計ソフト「Gauss」ベースで作成したプログラムを元にヒストリカルD Iの試算を行っている。なお、図表9で2017年以前においても内閣府公表値とみずほ試算値が異なる部分があるが、これはCI一致指数の一つである所定外労働時間指数の見直しを2019年2月に実施したことが主な要因と考えられる。みずほ試算値は見直し後で作成しているが、内閣府公表値は2018年12月時点の見直し前のデータに基づき作成している。それ以外にも、計算過程における細かな設定の差異により、内閣府の試算結果と若干乖離が生じている点には留意されたい。
- ⁶ 徳田（2015）の脚注7を参照。なお、2012年の景気後退（第15循環）を判定した当時のヒストリカルD Iの採用指標は現在（9の指標を採用）よりも多い（暫定判定時は11、確定時は10の指標を採用）ため、判定当時の状況との比較を行う場合には注意が必要。
- ⁷ 2月の機械受注（船舶・電力除く民需）は前月比+1.8%と4カ月ぶりのプラスとなったが、1月の落ち込み（同▲5.4%）を取り戻せず、弱含んで推移しているのが気がりである。
- ⁸ なお、内閣府は、「今後、景気動向指数の採用系列を変更する場合は、景気の高または谷の設定時（暫定の場合も含む）を行うこととし、第16循環の景気の高の暫定設定時には、内閣府「輸出数量指数」（季調値）を新たに一致指数に加えることとする」こととしており、今後第16循環の景気の高が設定される場合はヒストリカルD Iの採用系列が増える点には留意する必要がある。仮に輸出数量指数が一判定となった場合でも、今回の試算通りであればヒストリカルD Iは20%を維持できる計算となる。
- ⁹ 循環要因の周期設定については、坂本・酒井（2019）と同様、短期成分（4年以内）、中期成分（4～11年）、長期成分（11～20年）とした。短期成分は一時的な政策効果などによる変動に加え、統計のノイズも含まれる。中期成分には景気循環や設備の買い替えサイクル、インバウンド対応投資などが反映されていると考えられる。長期成分としては、比較的耐用年数の長い設備や建設物の更新サイクルなどが含まれる。トレンド成分は循環要因で捉えられないより長期の循環要因（例えば20年以上の耐用年数の建設物の更新需要など）や構造変化（構造的な人手不足に伴う省力化投資の顕在化）が反映されていると考えられる。
- ¹⁰ 2019年3月調査において、先行きの生産・営業用設備判断D Iは、製造業で▲4%Pt、非製造業で▲6%Pt（全規模ベース）の不足超が見込まれている。

【共同執筆者】

経済調査部主任エコノミスト 酒井 才介 saisuke.sakai@mizuho-ri.co.jp
経済調査部上席主任エコノミスト 有田 賢太郎 kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。