

PASSION
FOR THE
BEST

「景気ウォッチャー調査」の活用事例と 今後に向けた課題

2025年7月18日

大和証券 エクイティ調査部

エコノミスト 鈴木 雄大郎

エコノミスト 川島 正敏

大和証券

Daiwa Securities

この資料は、ミーティング等における投資情報の提供活動に際し補助的資料として作成したもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。
事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。ご利用に際しては、末尾の開示事項の記載もご覧ください。

末廣 徹（すえひろ とおる）

大和証券 チーフエコノミスト
神奈川県横浜市出身



2007年立教大学理学部物理学学科卒業
2009年東京大学大学院理学系研究科物理学専攻修了（理学修士）
※素粒子物理学の実験系（修論はJ-PARC加速器）
2014年一橋大学大学院国際企業戦略研究科金融戦略・経営財務コース修了（MBA）
※マクロ経済指標による債券超過収益の説明力評価
2023年法政大学大学院経済学研究科博士後期課程修了（経済学博士）
※家計の金融行動と行動経済学
2009年みずほ証券入社、債券ストラテジストや債券ディーラー、エコノミスト業務
※シニアマーケットエコノミストとしてGDP予想や中央銀行ウォッチを担当
2020年12月大和証券入社、エクイティ調査部にてエコノミスト業務

【受賞等】

2022年Institutional Investor 4位 (R/U)(Economics)
2023年Institutional Investor 2位 (Economics)
2024年Institutional Investor 2位 (Economics)
2019年度、2021年度優秀フォーキャスター（ESPフォーキャスター調査）。
東洋経済オンライン「若者のための経済学」連載（毎月第3金曜日）。

【コメント】

金融政策を起点としたマクロ経済分析をベースとしています。
身近なデータを用いた消費行動分析なども定期的にレポートします。
AIを用いた中央銀行議事録の分析や、景気の基調判断文の生成などテキストマイニングが最近の研究テーマです。

趣味：野球観戦、古民家再生（第2種電気工事士）、読売新聞「人生案内」のチェック

鈴木 雄大郎（すずき ゆうたろう）

大和証券 エコノミスト
東京都千代田区出身



2017年慶応義塾大学商学部卒業
2017年大和総研入社
経済調査部にて、日本経済・地方経済に関する調査・分析
2022年日本銀行金融市場局へ出向
内外株・金利をはじめとする金融市場の調査・分析、モニタリング業務に従事
2024年日本銀行より帰任、大和証券へ転籍
エクイティ調査部にてエコノミスト業務

【コメント】

ユニークで分かりやすい分析を心がけています。
大和総研、日本銀行での経験を活かし、皆様の役に立つ情報発信を目指します

趣味：スポーツ観戦（野球、サッカー、競馬）、旅行（バックパッカー）

川島 正敏（かわしま まさとし）

大和証券 エコノミスト
京都府京都市出身



2017年京都工芸繊維大学卒業
2019年京都大学大学院農学研究科応用生命科学専攻
2019年大和証券入社
名古屋支店にてリテール営業に従事
2021年エクイティ調査部へ異動
クオンツチームにてクオンツ業務
2022年4月
エコノミストチームにてエコノミスト業務

【コメント】

データサイエンスを活用した分析も行っております
数字に裏付けられた納得性があり、深く、ユニークな分析を目指します

趣味：フットサル、料理、蒸留所・醸造所巡り



東洋経済オンラインの連載も
よろしくお願ひします。

TBS CROSS DIG with Bloomberg (YouTube)
「The Priority」
「経済の話で困った時にみるやつ（けいこま）」
もよろしくお願ひします。

はじめに

【主な利用方法】

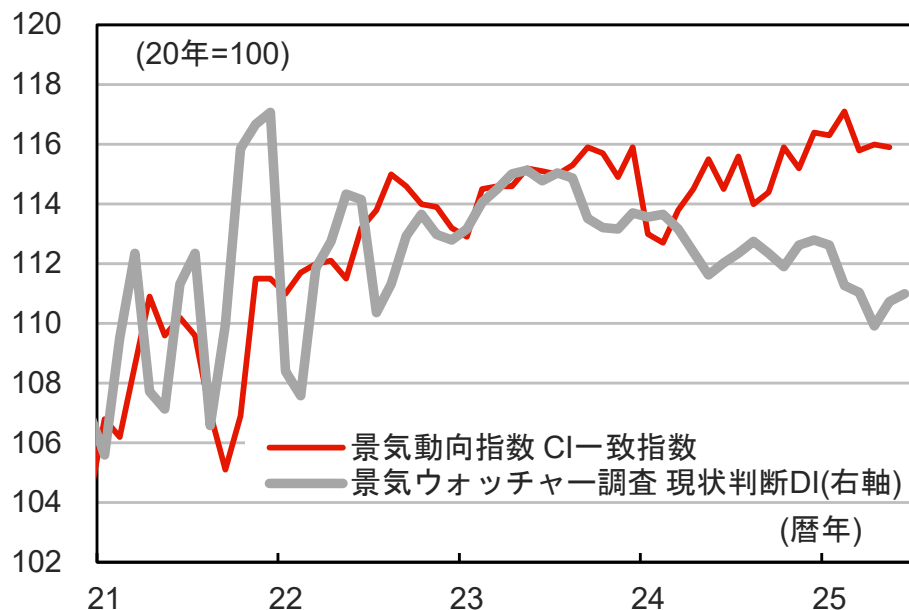
- 経済指標の一つとして活用
 - 景況感を表す代表的な指標
 - 統計の数値では測ることができない定性的な情報として活用

- 景気判断理由集のコメントを活用
 - 最近のトレンドを分析
 - 新たな指数の開発

景気ウォッチャー調査の利用方法：景況感の代理指標

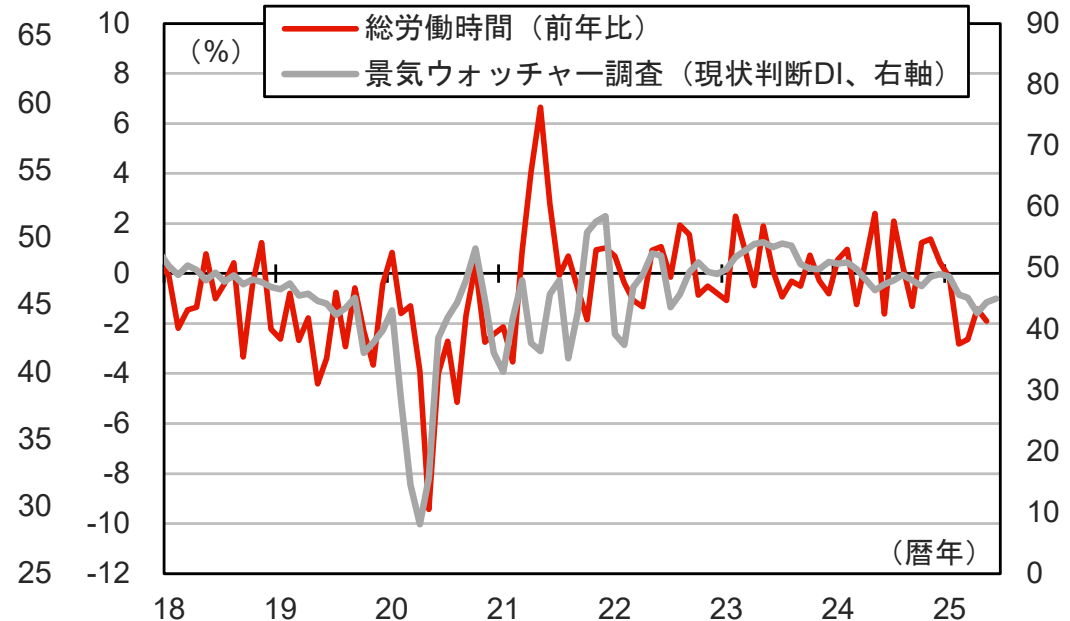
- 景気動向指数CI一致指数と現状判断DIは連動していたが、足元では乖離
 - 営業利益がCI一致指数を押し上げており、インフレで過大評価されている？
- 総労働時間は現状判断DIと連動
 - 国内景気や米国の関税政策の影響次第では、労働時間の下振れリスクに

景気動向指数CI一致指数と現状判断DI



出所：内閣府より大和証券作成

総労働時間と現状判断DI

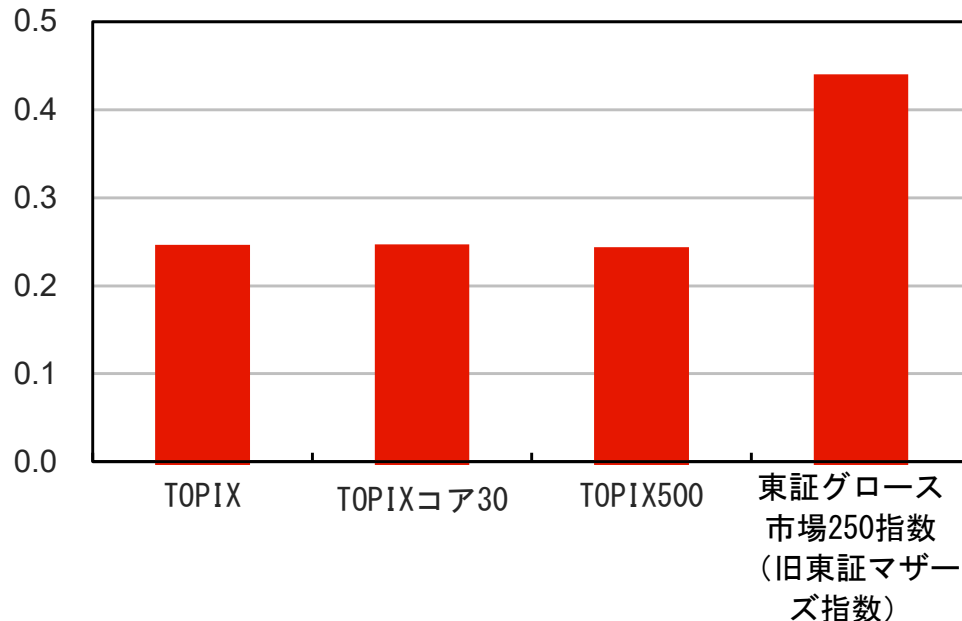


出所：厚生労働省、内閣府より大和証券作成

景気ウォッチャー調査から市場動向を占う

- 景気ウォッチャー調査は株価と相関
 - 特に、内需関連企業が多い**小型株は先行き判断DIに連動する傾向**
- アネクドotalな情報は**数値では測れない潮目の変化を示す材料**に
 - 日銀の利上げが好感されない場合、日銀の立場を難しくさせる可能性

先行き判断DIと株価指数の相関



出所: 内閣府、QUICKより大和証券作成

日銀の利上げに対するコメント

<24年3月> 株価の上昇、マイナス金利政策の解除等の外部要因が、関係各所に好影響を与え、取引先へも波及するのではないかとみている（先行き、甲信越、金融業〈経営企画担当〉） マイナス金利政策の解除や金利上昇など、景気上昇のきっかけになると考える（先行き、甲信越、通信会社〈役員〉）
<24年7月、8月> 日本銀行の利上げ決定でプラスマイナス両面があるといわれているが、景気にとっては悪い面が目立ちやすい（7月、先行き、東海、金融業〈従業員〉） 金利上昇等に伴い株価は落ち着いてきたが、今後は本格的な利上げとなることから、企業への影響が大きくなる（8月、現状、東海、金融業〈従業員〉）
<25年1月> （前略）また、利上げによる金利負担の増加や設備投資マインドの低下についても心配する声がよく聞かれ、しばらくは様子見で状況を見極めたいと考えている経営者も多い（先行き、南関東、金融業〈営業担当〉） ガソリン代補助の縮小や利上げ、値上げの継続と、苦しくなる材料しかない（先行き、近畿、その他飲食〔自動販売機（飲料）〕〈管理担当〉） 政府の経済対策は十分ではなく、日本銀行の利上げによる影響も懸念される（先行き、近畿、金融業〔投資運用業〕〈代表〉）

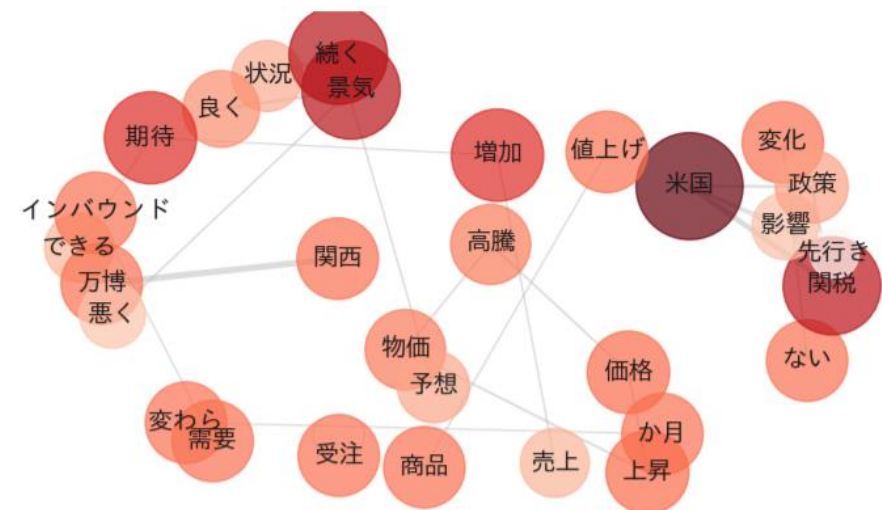
出所: 内閣府より大和証券作成

- ## 出現頻度の高い単語を「可視化」(25年6月)



出所:内閣府より大和証券作成

共起ネットワーク(25年6月)



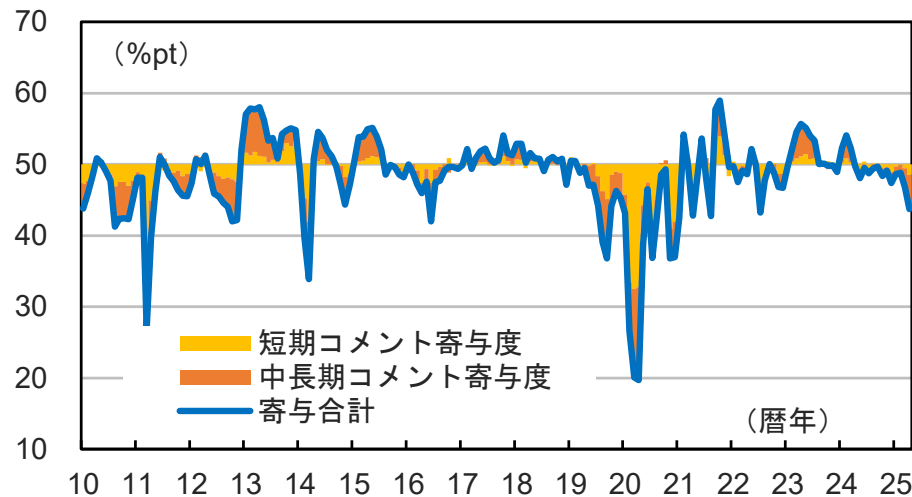
出所：内閣府より大和証券作成

1. 先行きコメントはどれくらい先を見ているのか
2. 景気ウォッチャー調査からインフレ率を予想
3. 求人統計の先行指標としてAI雇用需給DIを作成
4. コメントから景気変動を特徴付けるテーマを抽出

1. 先行きコメントはどれくらい先を見ているのか

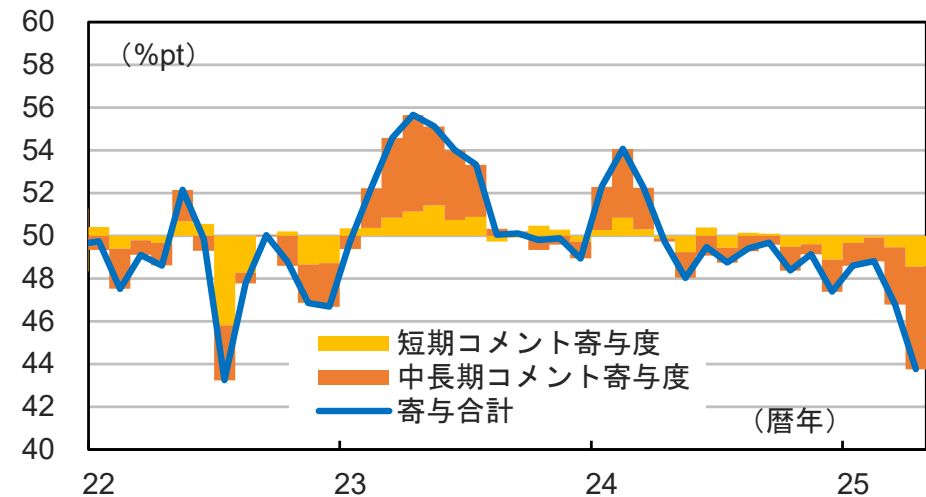
- 「先行き」コメントは、2、3ヵ月後の景気について記載されている。しかし、実際のコメントが**どの程度先までの景気動向を意識しているのか**については明確ではない
- 回答者によって想定している期間が異なるという課題に対し先行研究¹では、機械学習を用いてコメントを「**短期的な未来**」と「**長期的な未来**」に分類し、先行きコメントには短期的なものと長期的なものが混在していることを説明している
- 先行研究を参考にしつつ、コメントの分類作業を生成AIを用いて実施

短期・中長期コメントの寄与度分解①



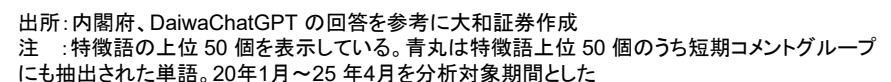
出所：内閣府、DaiwaChatGPT の回答を参考に大和証券作成
注：寄与度は先行き判断DIIに対する寄与度

短期・中長期コメントの寄与度分解②



出所：内閣府、DaiwaChatGPT の回答を参考に大和証券作成
注：寄与度は先行き判断DIIに対する寄与度

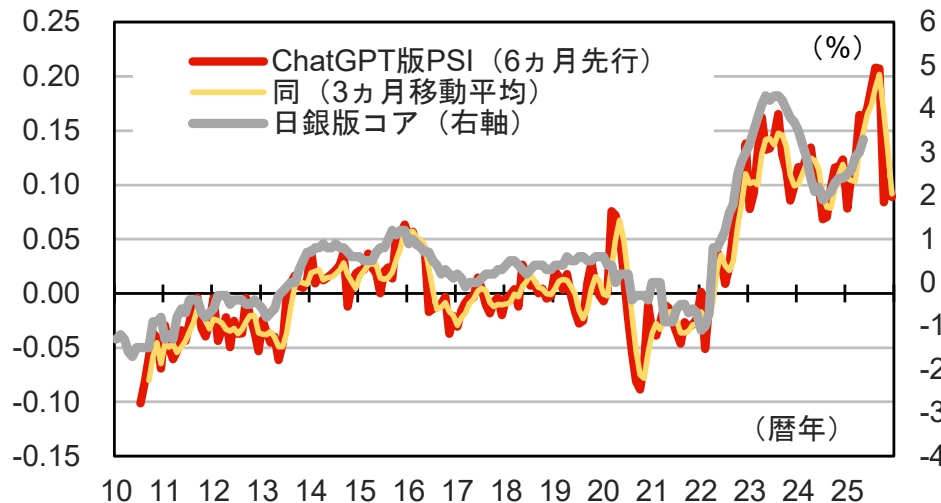
- ## 短期コメントグループの特徴語共起ネットワーク



2. 景気ウォッチャー調査からインフレ率を予想

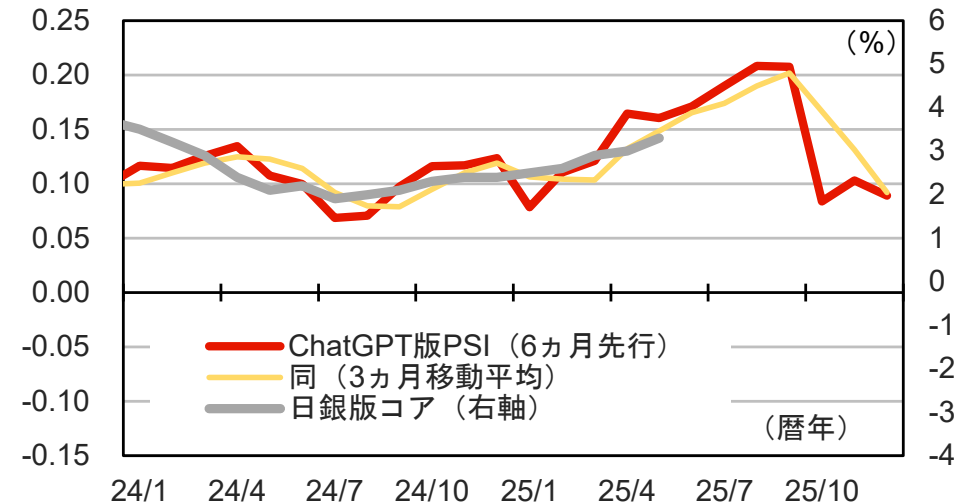
- 先行研究¹では景気ウォッチャー調査を活用して物価との関連が分析されている
- 現状のコメントを物価の a:上昇を表すコメント、b:下落を表すコメント、c:横ばいの動きを表すコメント(上昇でも下落でもない)、d:言及がないコメント、の4タイプに分類し、これらのコメント数から**物価センチメント指数(Price Sentiment Index、PSI)**を作成している。これと消費者物価指数には高い相関がみられたと報告されている
- 先行研究のアップデート版としてChatGPTを活用して独自のChatGPT版PSIを作成

ChatGPT 版 PSI と日銀版コアの推移①



出所:総務省、内閣府、Daiwa ChatGPTより大和証券作成
注:消費税調整済み、日銀版コアは前年同月比

ChatGPT 版 PSI と日銀版コアの推移②

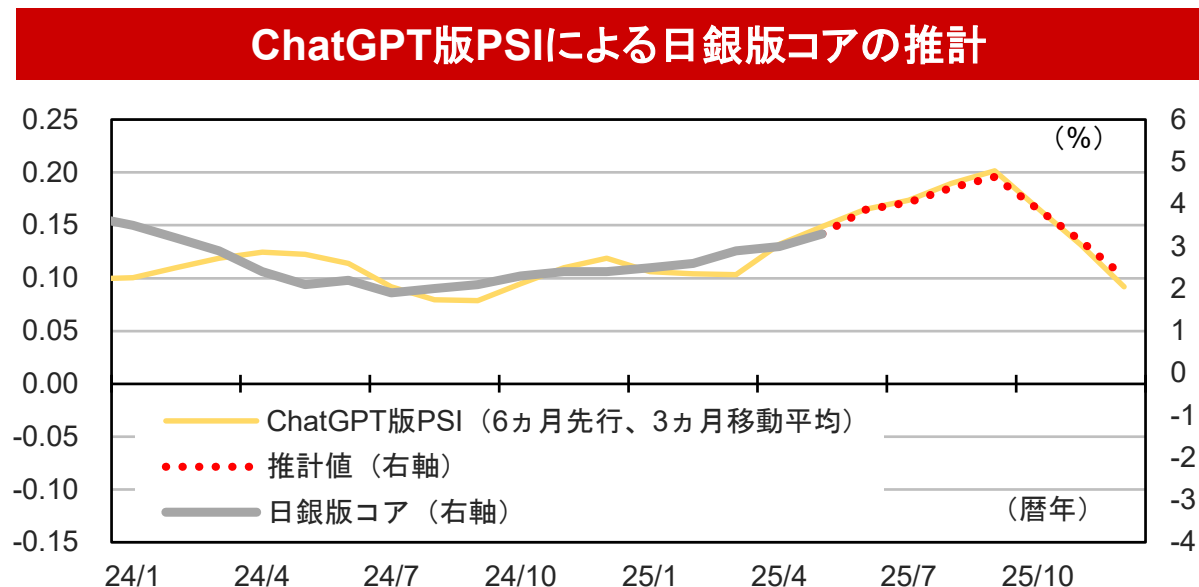


出所:総務省、内閣府、Daiwa ChatGPTより大和証券作成
注:消費税調整済み、日銀版コアは前年同月比

¹オリジナルの PSI は以下で説明されている。中島上智ほか(2021)「景気ウォッチャー調査のテキスト分析からみた企業の短期インフレ予想」、『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』、2021、No.21-J-12

2. 景気ウォッチャー調査からインフレ率を予想

- ChatGPT版PSIはCPIに先行して推移し、特に「生鮮食品を除く総合」より「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」(日銀版コア)と強い連動性があった
- ChatGPT版PSIを6ヵ月先行させた時が最も相関が高かった
- ChatGPT版PSIが先行指標としてCPIの予測に有効であることが示唆された



出所: 総務省、内閣府、Daiwa ChatGPT より大和証券作成

注: 消費税調整済み、日銀版コアは前年同月比。推計値は被説明変数を日銀版コア、説明変数を3ヵ月移動平均のChatGPT版PSIとし10年9月~25年5月で回帰した結果

3. 求人統計の先行指標としてAI雇用需給DIを作成

- 中小企業の人手不足の問題が注目される中、求人統計の先行指標として景気ウォッチャー調査を活用したい
- 「雇用関連DI」は、雇用関連業種の「景気判断」を示すものであり現状の雇用関連のコメントでは、雇用市場が「タイトなのか？ルーズなのか？」という判断が難しい
- 例として、「**求人数が減少している**」として景気がやや悪くなっているとした回答があった一方、「**求職者数が前年比では減少傾向にある**」という理由で景気がやや悪くなっているとした回答があった
- 前者は雇用市場を**ルーズにしている要因**、後者は**タイトにしている要因**と考えることができるため、雇用需給という観点からは逆方向の動きである
- 雇用市場の需給バランスが捉えられているわけではない
- 生成AIを使って10年1月～12月のコメントを「タイト」「ルーズ」「その他」にラベリング。ラベリングされたコメントを学習データとして、11年以降のコメントを機械学習によって分類。雇用関連業種のコメントを、「タイト」は100pt、「ルーズ」は0pt、「その他」は50pt として月ごとの平均値を「**AI雇用需給DI**」として作成

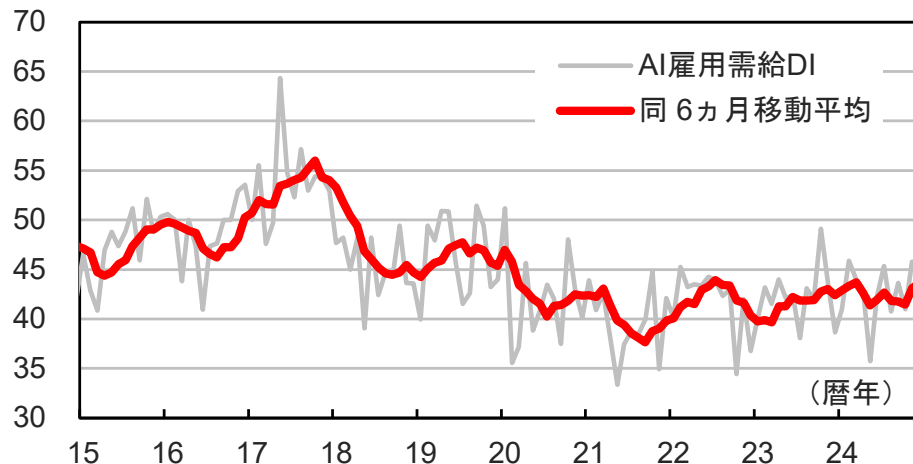
3. 求人統計の先行指標としてAI雇用需給DIを作成

- 「AI雇用需給DI」のピークは有効求人倍率がピークを付けたタイミングよりも早かった
- 「AI雇用需給DI」を1年先行させて両者を比較すると、大まかな動きは似ているように思われ、先行指標としての可能性が示唆される

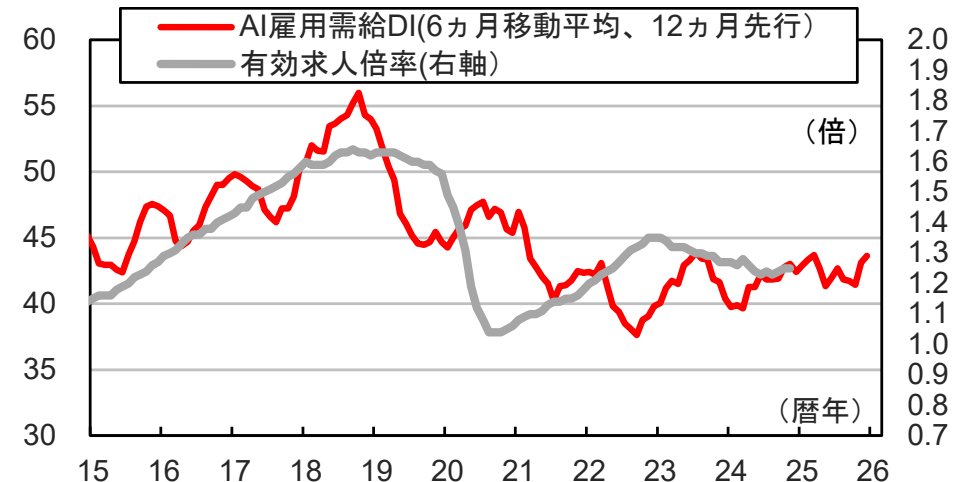
雇用関連DI(現状)と就職件数(前年比)



AI雇用需給DI



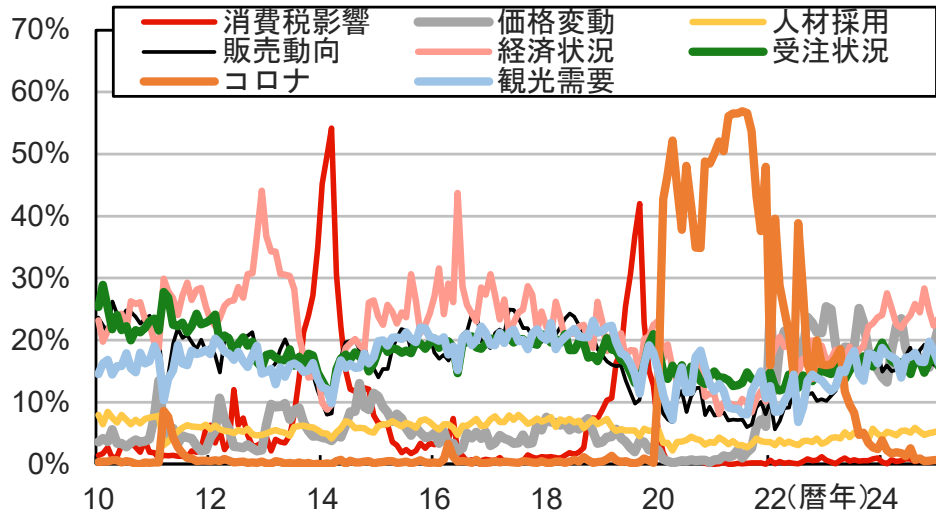
AI雇用需給DIと有効求人倍率



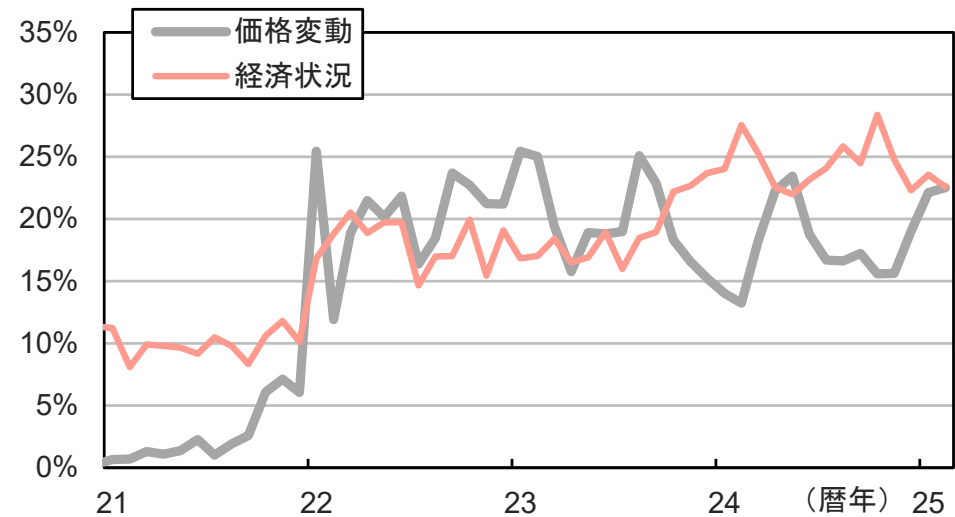
4. コメントから景気変動を特徴付けるテーマを抽出

- 景気ウォッチャー調査はコメントの形式が自由であるため、情報量は豊富だが定性的であり、具体的にどのようなテーマが景気に影響を与えているのか、またその影響の度合いを定量的に評価することは難しい面がある
- そこで機械学習によるクラスタリングの手法を用いて、景気変動を特徴付ける主要なテーマを抽出。コメント数全体に対するテーマ別のコメント数割合を注目度とした

景気のテーマ別注目度①



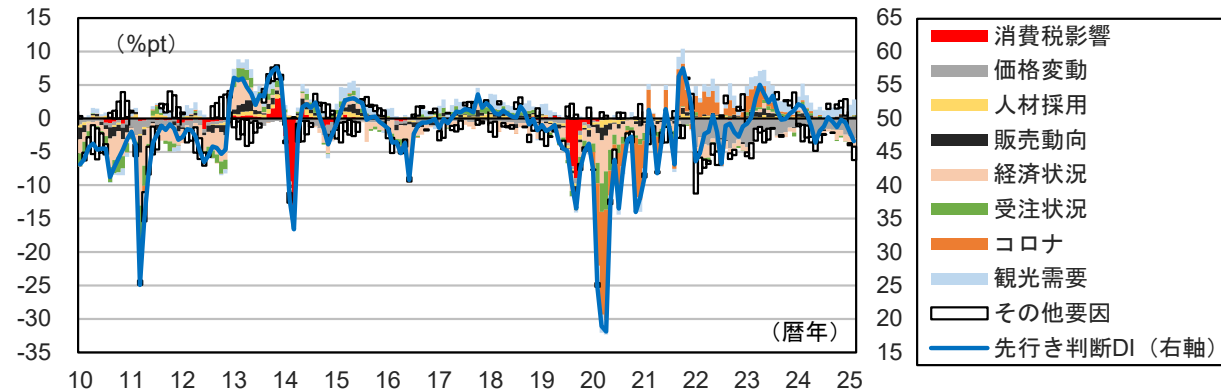
景気のテーマ別注目度②



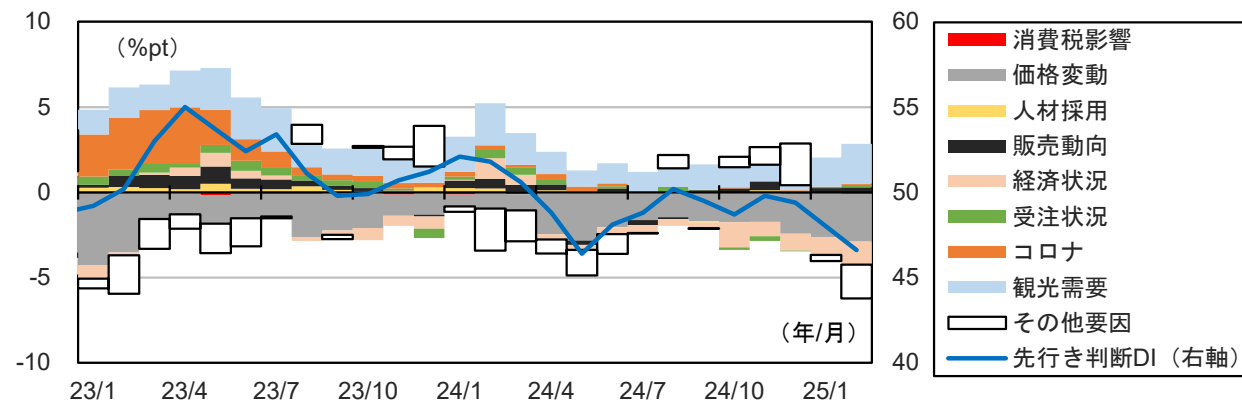
4. コメントから景気変動を特徴付けるテーマを抽出

- テーマ別に毎月のスコアの平均を算出し DI を作成した後、その月の注目度で加重平均することで寄与度を算出
- 足元の寄与度をみると、プラス要因として観光需要が、マイナス要因としては価格変動が占める割合が大きい

先行き判断 DI のテーマ別の寄与度①



先行き判断 DI のテーマ別の寄与度②



ユーザー視点から見た景気ウォッチャー調査の課題

【変えてほしくないところ】

- 統計の連続性
- 公表の速報性(特に地域別データは速報性に乏しいものが多いため重宝)
- コメントの文章量
- 日銀短観や法人企業景気予測調査とは異なる回答群(街角景気)

【改善案(要望を含む)】

- コメントのサンプル数の拡充(より幅広いテーマで分析が可能に)
 - 特に雇用関連は拡充を希望(調査対象者の範囲拡大)
- 賃金関連の設問の拡充(賃上げに関するデータの少なさ)
- 地域ごとの楽観バイアスの調整(地域間での水準比較を可能に)
- エクセルデータの形式固定(現状、utf-8とcp932が混在)

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託のご購入にあたっては購入時手数料（申込金額に対し、最大 3.3%（税込））をご負担いただく場合があります。また、ご換金時に換金時手数料（換金時の基準価額に対して、1 口（当初 1 口＝1,000 円）につき最大 22 円（税込））や信託財産留保額（換金時の基準価額に対して、最大 0.5%）をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中には、間接的にかかる費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（国内投資信託の場合には信託報酬として最大年率 2.669%（税込）程度、外国投資信託の場合には管理報酬等として最大年率 3.755%程度）やその他運用実績に応じた成功報酬、その他の費用・手数料等をご負担いただく場合があります。その他の費用・手数料等は、運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。各商品の目論見書等のご請求は、大和証券のお取引窓口までお願いいたします。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行なっている会社は以下の通りです。（2025 年 6 月 30 日現在）

L is B(145A) シンカ(149A) PRISM BioLab(206A) コムシスホールディングス(1721) エスコンジャパンリート投資法人(2971) サンケイリアルエステート投資法人(2972) SOSiLA 物流リート投資法人(2979) 日本アコモデーションファンド投資法人(3226) 森ヒルズリート投資法人(3234) 産業ファンド投資法人(3249) アドバンス・レジデンス投資法人(3269) アクティブ・プロパティーズ投資法人(3279) GLP 投資法人(3281) コンフォリア・レジデンシャル投資法人(3282) 日本プロロジスリート投資法人(3283) 星野リゾート・リート投資法人(3287) One リート投資法人(3290) イオンリート投資法人(3292) 日本リート投資法人(3296) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) 野村不動産マスターファンド投資法人(3462) ラサールロジポート投資法人(3466) スターアジア不動産投資法人(3468) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 日本ホテル&レジデンシャル投資法人(3472) 投資法人みらい(3476) 三菱地所物流リート投資法人(3481) CRE ロジスティクスファンド投資法人(3487) ザイマックス・リート投資法人(3488) タカラレーベン不動産投資法人(3492) ティムス(4891) ケイファーマ(4896) 全保連(5845) TDK(6762) アドバンテス(6857) 太陽誘電(6976) 日本ホスピスホールディングス(7061) 丸井グループ(8252) クレディセゾン(8253) あおぞら銀行(8304) アドバンスクリエイト(8798) 日本ビルファンド投資法人(8951) ジャパンリアルエステイト投資法人(8952) 日本都市ファンド投資法人(8953) オリックス不動産投資法人(8954) 日本プライムリアルティ投資法人(8955) N T T都市開発リート投資法人(8956) グローバル・ワン不動産投資法人(8958) ユナイテッド・アーバン投資法人(8960) 森トラストリート投資法人(8961) インヴィンシブル投資法人(8963) フロンティア不動産投資法人(8964) 日本ロジスティクスファンド投資法人(8967) KDX不動産投資法人(8972) 大和証券オフィス投資法人(8976) スタートアッププロシード投資法人(8979) 大和ハウスリート投資法人(8984) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) 大和証券リビング投資法人(8986) ジャパンエクセレント投資法人(8987) GREEN Earth INSTITUTE(9212) 帝国ホテル(9708)（銘柄コード順）

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、2024 年 7 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

シマダヤ(250A) オルツ(260A) リガク・ホールディングス(268A) グロービング(277A) キオクシアホールディングス(285A) 令和アカウンティング・ホールディングス(296A) dely(299A) visumo(303A) ミーク(332A) ジグザグ(340A) デジタルグリッド(350A) LIFE CREATE(352A) エータイ(369A) 矢作建設工業(1870) E・Jホールディングス(2153) 明治ホールディングス(2269) エスビー食品(2805) SRE ホールディングス(2980) 東海道路リート投資法人(2989) ヒュリック(3003) ジョイフル本田(3191) コンフォリア・レジデンシャル投資法人(3282) アイカ工業(4206) びあ(4337) ユー・エス・エス(4732) J×金属(5016) 京都フィナンシャルグループ(5844) キッツ(6498) KOKUSAI ELECTRIC(6525) ゆうちょう銀行(7182) スズキ(7269) アズワン(7476) 幸楽苑(7554) 大日本印刷(7912) スターゼン(8043) サンリオ(8136) 三信電気(8150) 丸井グループ(8252) 日本ビルファンド投資法人(8951) 平和不動産リート投資法人(8966) テレビ朝日ホールディングス(9409) ソフトバンク(9434)（銘柄コード順）