

# Economic Monitor

## 4～6 月期に見込まれる鉱工業生産の減速をどう考えるか？

鉱工業生産は、1～3 月期に 7%近い伸びを記録する一方、4～6 月期は急減速する可能性が高い。4～6 月期の減速には、買換支援策の効果剥落による自動車関連の鈍化に加え、季節調整の問題も作用する。しかし、7～9 月期以降は、資本財と IT 関連の主導により、増勢が再び強まるだろう。

鉱工業生産は、2010 年 2 月確報の公表と同時にに行われた年間補正により、2009 年以降の推移が多少修正された。そこで、新計数にて 2008 年 9 月の金融危機以降の生産動向を改めて振り返ると同時に、4～6 月期以降の推移も占いたい。

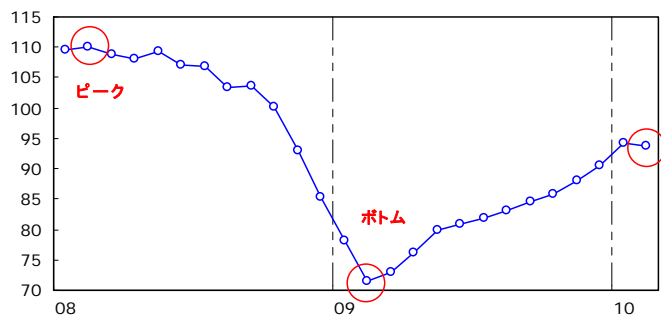
鉱工業生産は、2007 年 12 月の米国経済のリセッション入り等を受けて、2008 年 2 月にピークをつけている。ピーク以降も、2008 年前半は一進一退の推移に留まっていたが、2008 年 9 月のリーマン・ショックに端を発した金融危機を受けて急減へ転じた。鉱工業生産は、僅か数カ月の間に、つるべ落としのように減少し、ボトムである 2009 年 2 月までの減少幅は、2008 年 9 月対比で 31.1%、ピークの 2008 年 2 月対比では 35.1%に達している（いずれも季節調整値ベース）。

内外の景気対策に伴う需要の回復に加え、迅速な在庫調整も功を奏し、鉱工業生産は 4～6 月期に前期比 6.5%と持ち直しへ転じた。その後も、7～9 月期 5.3%、10～12 月期 5.9%、2010 年 1～3 月期 6.9%（1・2 月実績+3 月生産予測）と堅調なペースで増加しており、鉱工業生産は回復局面にある。

さて、問題は 4 月以降である。生産予測の 3 月前月比 0.9%、4 月 0.6%に基づく、4 月の生産水準は 1～3 月期を 1%程度上回るに留まり、5 月と 6 月に前月比 2%の増加が続いても 4～6 月期は前期比 3%と 1～3 月期の 7%弱の高い伸びから急減速する。これを生産の踊り場入りと捉えるべきか否か。結論を先に言えば、4～6 月期の急減速は、季節調整も影響する一時的なものであり、過剰反応すべきではないと考えられる。深刻な落ち込みからのピックアップ局面は終了するため、2010 年度の生産の増加ペースは 2009 年度に比べ鈍化が避けられないが、内外の需要回復に支えられて、踊り場には至らないと考えられる。

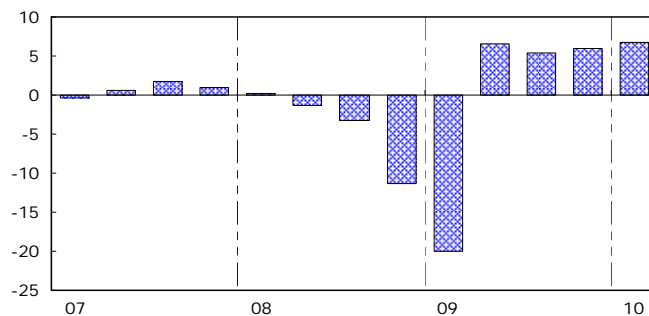
第一に、4～6 月期の急減速の相当部分は、季節調整手法の問題から 2010 年 1～3 月期に増加ペースが前期比 7%近くに加速する反動に過ぎない。現行の季節調整手法では、金融危機に伴う 2009 年 1～3 月期の生産急減の一部が季節的な変動として認識されてしまう可能性が高い。それに伴い、2009 年だけでなく

図表1: 鉱工業生産の推移(2005年=100)



(出所)経済産業省

図表2: 鉱工業生産の推移(前期比、%)



(出所)経済産業省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

2010 年も 1~3 月期の計数が季節調整によって押し上げられることになる。1~3 月期の輸出や生産の動向は、中華圏の旧正月要因もあって、例年、判断が難しいが、とりわけ 2010 年は過大に評価されている可能性が高いことを認識しておく必要がある。この過大評価の反動が、4~6 月期に減速として現れる。

第二に、個別業種の動向から見て、生産の増勢は続く可能性が高い。4 月までを生産予測通り、5・6 月を前月比横ばいとした場合の 1~3 月期と 4~6 月期の生産全体に対する業種別寄与度 (図表 3) を見ると、一般機械工業が大幅な押し上げ寄与を続ける一方で、輸送機械工業の寄与度は大きく縮小、電子部品・デバイス工業や情報通信機械工業など IT 関連はマイナス寄与へ転じるのが目立つ。このうち資本財が主力の一般機械工業は、企業の設備投資意欲が、アジアの新興国のみならず、米国や日本国内でも回復しつつあるため、4~6 月期には多少の上振れが期待でき、また 7~9 月期以降も高い伸びが続くと見込まれる。

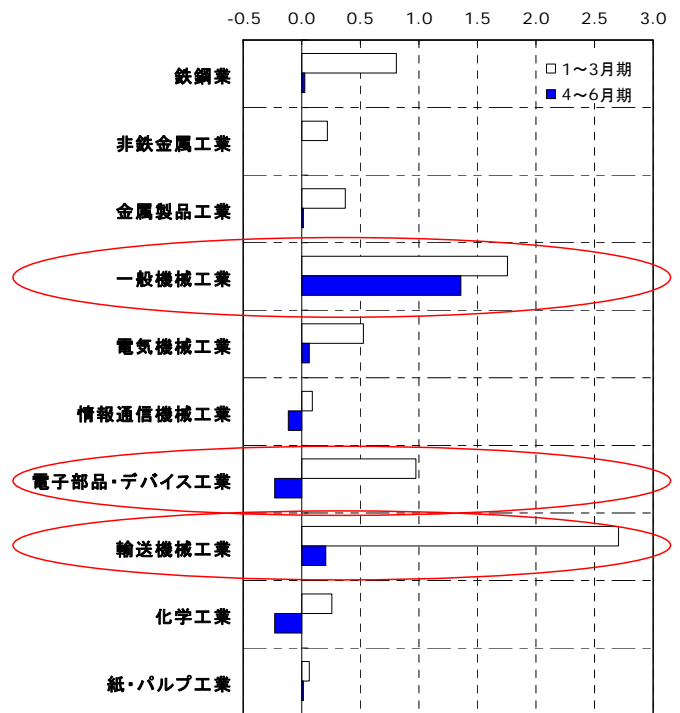
一方、自動車<sup>1</sup>が主体の輸送機械工業は、2010 年を通じて増勢鈍化が避けられない。新興国の販売は好調だが、買換支援策の終了や効果の減退により、日本<sup>1</sup>や欧州<sup>2</sup>を中心に販売が鈍化しているためである。

問題は、4~6 月期に減少が見込まれる IT 関連だが、7~9 月期にかけては、再び増勢に復する可能性が高い。在庫率は低水準であり、在庫調整の懸念は極めて低い。

そのため、季節的には不需要期であるにも関わらず、需給を敏感に反映する半導体のスポット価格が高止まりしている。4~6 月期の生産減少は、前述した季節調整要因によるところが大きいと考えられる (金融危機後の落ち込みは、IT 関連が最も顕著だった)。日本では年末のエコポイント終了が先行きの不安材料として意識されている。しかし、全世界的に考えれば、景気回復に最も敏感な財の一つである IT 製品に対する需要は、景気回復基調の強まりに伴い、2011 年以降も拡大が続く可能性が高い。

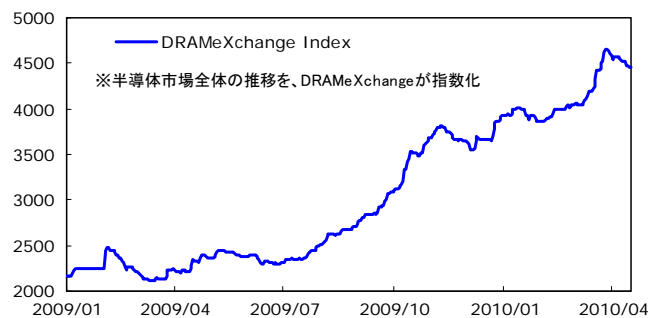
以上を踏まえると、自動車関連の増勢鈍化に加え、季節調整というテクニカルな問題もあり、4~6 月期には、鉱工業生産のある程度の減速が避けられないだろう。しかし、7~9 月期以降は、自動車関連の減速を、資本財を中心とする一般機械工業と、電子部品・デバイス工業など IT 関連の増産が補い、鉱工業生産は増勢を続ける可能性が高いと考えられる。

図表3: 鉱工業全体に対する業種別寄与度 (前期比, %Pt)



(出所) 経済産業省

図表4: 半導体価格の推移



(出所) Bloomberg

<sup>1</sup> 当社季節調整では、日本の新車販売 (含む軽) は 2009 年 7~9 月期前期比 18.7%、10~12 月期 3.5%、2010 年 1~3 月期 ▲2.6%。  
<sup>2</sup> ユーロ圏の乗用車販売は 2010 年 1~3 月期に前期比 8~9% 程度の減少になった模様。インセンティブは、最大市場のドイツでは昨年 9 月 2 日に、イタリアでも年末に終了した。フランスは制度を延長したがインセンティブの規模自体は縮小しており、四大国で 2009 年と同様のインセンティブを継続しているのは、そもそも開始が遅かったスペインのみである。