

# Economic Monitor

## 鉱工業生産は7～9月期に減速が更に鮮明に（6月生産）

世界的な在庫復元の終了と景気対策の効果一巡に加え、中国の在庫調整等も寄与し、生産は減速傾向。4～6月期は前期比1.4%まで減速し、7～9月期はマイナスに転じる可能性も。10～12月期以降は、海外要因の好転が見込まれるものの、エコカー補助金やエコポイントなどの政策終了といった国内要因が新たな重石に。

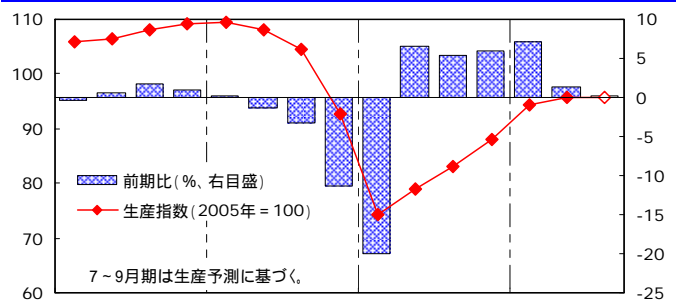
6月の鉱工業生産は前月比1.5%（5月0.1%）と4ヶ月ぶりに減少した。小幅増加を見込んだ市場コンセンサスを大きく下回り、ネガティブ・サプライズである。四半期ベースで見ると、4～6月期の生産は前期比1.4%と、1～3月期の7.0%から急減速している。生産予測では7月が前月比0.2%、8月は2.0%が見込まれており、9月を前月比横ばいと仮定すると、7～9月期は前期比0.2%と、更にほぼ横ばいまで減速する。7～9月期が、前期比マイナスに陥る可能性も否定はできない。

これまでのレポート<sup>1</sup>でも指摘したが、4～6月期の大幅減速には、経済産業省の季節調整手法の問題が大きく影響しており、それにより1～3月期の伸びは実勢より3%程度高く、逆に4～6月期と7～9月期は2～3%低く示される可能性がある。それを考慮すると4～6月期の伸び低下は修正されるが、7～9月期にかけての減速は変わらない（1～3月期4%程度、4～6月期4%程度、7～9月期2.5%程度<sup>2</sup>）。足元の生産減速を統計の計数通りに解釈するのは危険だが、生産が減速しつつあるのもまた確かである。

5月以降の生産減速には、世界的な在庫復元の終了と景気政策の効果一巡による輸出の減速、中国経済のシフトダウンによる在庫調整、中国での賃上げ交渉ストによる生産休止、といった複数の海外要因が影響していると考えられる。

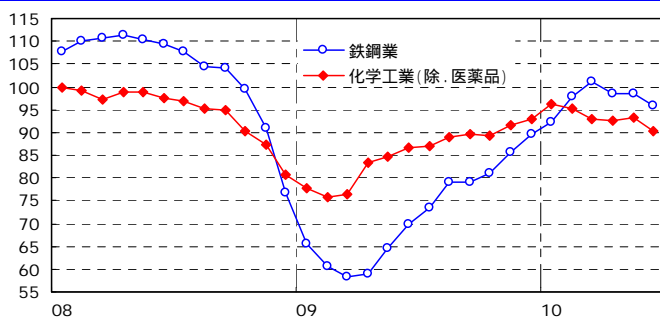
まず、減速全体を規定しているのは である。輸出・生産ともに今年1～3月期までの高い伸びは、そもそも持続可能ではない。については、中国経済がサステナブルな成長ペースに向けて減速しつつあり、

### 鉱工業生産の推移



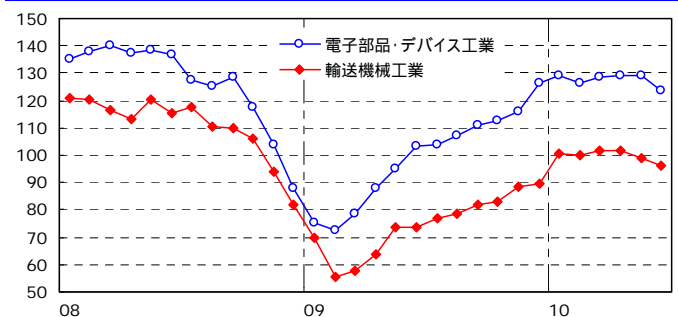
(出所) 経済産業省

### 素材セクターの生産推移 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

### 機械セクターの生産推移 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

<sup>1</sup> 4月20日付 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?』を参照下さい。

<sup>2</sup> 単純に1～3月期は3%Pt、4～6月期と7～9月期には+2.5%の修正を適用。

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。見通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。

それに伴い様々な分野で軽微な在庫調整が生じている。その在庫調整により、日本の輸出や生産も悪影響を受けているが、特にそれが顕著なのは、鉄鋼業（6月前月比 2.5%、生産全体に対する寄与度 0.16%Pt）や化学工業（除く医薬品、3.0%、0.24%Pt）電子部品・デバイス工業（4.3%、0.47%Pt）といった素材・部品関連である。政府の不動産投資抑制策に対する懸念から鉄鋼需要や在庫積み増し意欲がシフトダウンし、中国国内の鉄鋼生産減少に繋がった。それは同時に、国内向け出荷から輸出へのシフトも生じさせたため、日本の鉄鋼輸出や生産に対してマイナスに働いたのである。また、家電生産の鈍化なども、電子部品・デバイス工業の中国向け輸出に悪影響をもたらしている<sup>3</sup>。但し、中国の鉄鉱石価格の反発などから察するに、中国の鉄鋼生産における調整は長期化せず、秋頃には目処が付く可能性が高い。また、半導体価格が高値を維持しているため、電子部品・デバイス工業についても調整の長期化は予想されない。は一時的な要因ではあるが、自動車部品関連を中心に生産の押し下げに働いたと考えられる。特に6月は、輸送機械工業が生産全体を前月比で0.53%Pt押し下げ、最大のマイナス寄与業種となった。

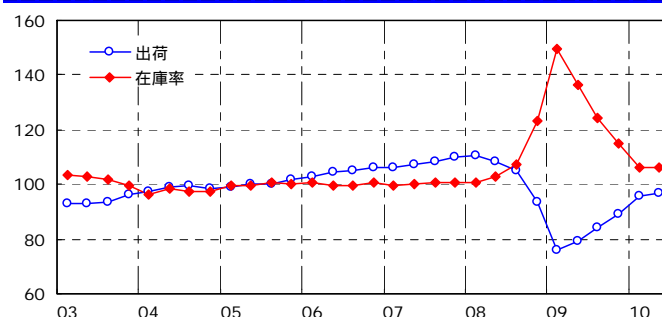
### 鉄鉱石価格の推移



(出所) Bloomberg

6月に、日本の生産が予想外に大きく落ち込んだのは、製造業が輸出減速を通じた在庫の増加に対して、あまりにも過敏に反応したためでもある。6月は出荷が前月比0.2%の小幅減に留まった一方で、生産は1.5%と大幅に減少したため、在庫率は1.4%と低下している。四半期で見ると在庫率は前期比0.1%と横ばいに留まっており、在庫の積み上がりは観察されない。企業の先行きに対する慎重姿勢を通じて、在庫は低水準に維持されており、日本国内で大幅な調整が生じる懸念は少ないと言える。

### 出荷と在庫率の推移 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

2010年10~12月期以降については、の要因は続くもののインパクト自体は時間を追うごとに逓減し、またの要因は剥落すると思われる。そのため、生産にとっての海外要因は好転に向かう見込みである。問題は、国内要因である。9月のエコカー補助金終了と12月末のエコポイント終了を受けて、年明けには耐久財消費の落ち込みと、それに伴う生産減少が避けられない。そのため、2010年1~3月期に日本経済の成長率はマイナスに転じる可能性が高い。その後については、輸出増加に加えて、雇用・所得環境や企業収益拡大を通じた消費・投資の緩やかな増加が経済を支えると予想しているが、企業や家計の支出マインド改善が遅れば、下振れのリスクが高まる。

<sup>3</sup> 電子部品・デバイス工業では、前述の季節調整手法の問題が特に大きく、落ち込みを加速させていると考えられる。