

Economic Monitor

7～9 月期の自動車生産は本当に減ったのか？

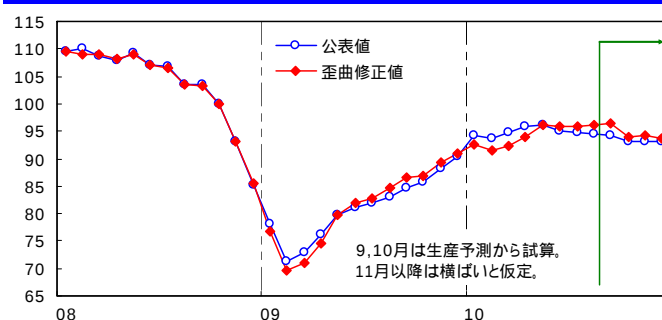
～ 季節調整の歪みと個別業種の動向 ～

公表値では、自動車産業の 7～9 月期は前期比減産だが、エコカー補助金に伴う駆け込み需要を受けて実際には増産だった模様。一方、10～12 月期の鉱工業生産は公表データ等に基づく前期比 3～4%の減産が見込まれるが、現時点での自動車産業の減産見通しは甘めと考えられるため、実際には 4%を超える大幅減産となる可能性が高い。

8 月の生産は前月比▲0.3%（7 月▲0.2%）と 3 ヶ月連続の減少を記録した。9 月の生産予測に基づく、7～9 月期の生産は前期比▲1.3%¹の減少に転じる。但し、日銀等も指摘するように、季節調整の歪み²により、生産の公表値は実態を示していないと考えられる。当社の試算では、前期比ベースで 4～6 月期が 1.9%Pt、7～9 月期は 2.2%Pt 程度も過小評価されている（伸びが小さく示されている）可能性が高い。そうした歪みを取り除いた前期比は、1～3 月期 3.5%→4～6 月期 3.5%→7～9 月期 0.9%になり、7～9 月期の生産は減速こそしたものの緩やかな増加だったことが分かる。市場コンセンサスに反して前月比▲0.3%と減少した 8 月も、歪曲修正値では 0.5%（7 月は▲0.2%で公表値と同じ）と増加である。7～9 月期の生産増加は、日銀短観 9 月調査に示された製造業の業況判断 DI の改善とも整合的であり、説得力がある。

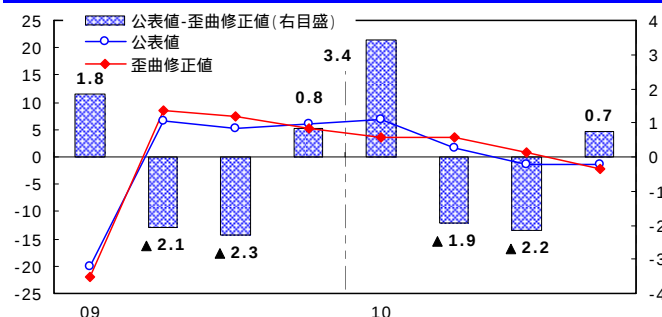
ここで疑問として浮上してくるのは、どの業種の歪みが大きいかだろう。本稿では、生産動向にとって重要と考えられる 3 業種、輸送機械工業（除く鋼船・鉄道車両、以下同様）、電子部品・デバイス工業、一般機械工業について、季節調整の歪みを検証する。最初に結論を言えば、3 業種とも大きく歪んでいるが、輸送機械工業と電子部品・デバイス工業でとりわけ歪みが大きい。2010 年について四半期ごとにみると輸送機械工業は 1～3 月期過大評価・7～9 月期過小評価、電子部品・デバイス工業は 1～3 月期過大評価・4～6 月期過小評価・10～12 月期過大評価、一般機械工業は 2010 年前半過大評価・後半過小評価である。特に輸送機械工業の 7～9 月期と電子部品・デバイス工業の 4～6 月期過小評価の度合いは大きく、エコカー補助金の影響や世界的な半導体需給の日本の生産への影響の解釈を難しくして

鉱工業生産（2005年=100）



(出所) 経済産業省

鉱工業生産（前期比、%、%Pt）



(出所) 経済産業省

¹ 9 月の生産予測の季節調整前月比▲0.1%を用いると、7～9 月期は▲1.1%になる。但し、これには生産予測自体の季節調整の歪みが含まれている可能性が高い。そこで、本稿ではいずれも、原系列前月比を用いて 7～9 月期予測を試算している。

² 金融危機の影響を取り除くために、2008 年までのデータを用いて季節指数を計算し、2009 年以降の曜日・祝祭日指数と組み合わせ歪みを算出している。もちろん、これは歪曲を取り除くための一方弁に過ぎず、絶対的な方法ではない。

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。

いる可能性が高い。

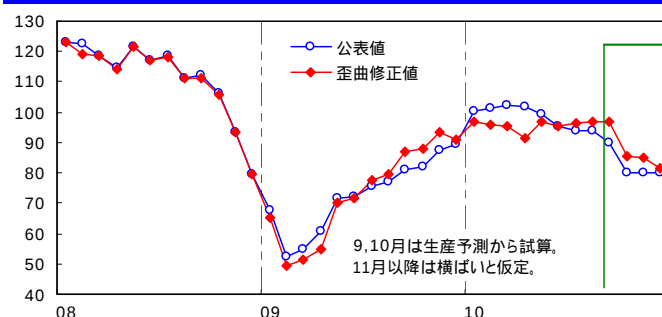
輸送機械工業

公表値は 1～3 月期前期比 17.2%→4～6 月期 ▲2.5%→7～9 月期 ▲6.0%と、4～6 月期以降の生産減少を示唆している。しかし、エコカー補助金に伴う駆け込み需要を反映して新車販売台数は 7～9 月期に前期比 12.4%増加の年率換算 575 万台（当社季節調整値）に達しており³、そうした国内販売増加と 2 四半期連続の生産減少はあまりにも不整合である。その期間に輸出が大きく落ち込んだわけでも、海外生産車の国内輸入が国内生産を大きく押し下げるほどに増加したわけでもない。一方、歪曲修正値を見ると 4 月の一時的な落ち込みを除くと 2010 年以降は概ね高水準の横ばい推移が続いており、販売増加に対応して国内販売車の生産ラインがフル稼働を続けたことが示唆されている。また、四半期では 1～3 月期前期比 5.7%→4～6 月期 ▲1.4%→7～9 月期 2.2%と、7～9 月期の生産は小幅拡大である。歪曲修正値からは、エコカー補助金に伴う販売増加を受けて、自動車生産も堅調だったことを、素直に読み取れるだろう。

電子部品・デバイス工業

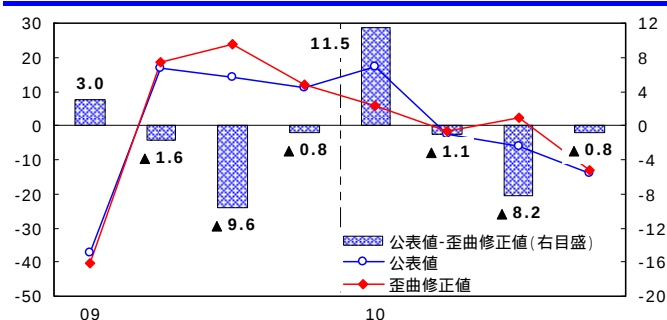
公表値では 2010 年 1～3 月期前期比 8.4%→4～6 月期 ▲0.7%→7～9 月期 ▲3.3%と、減少が 4～6 月期から始まり 7～9 月期に加速している姿が示されている。しかし、半導体価格や液晶パネル価格は 4～6 月期までは高水準を維持し、7～9 月期から急落が始まっており、やや不整合な印象を受ける。一方、歪曲修正値は 1～3 月期 3.1%→4～6 月期 7.8%→7～9 月期 ▲2.4%であり、4～6 月期までの好調から一転して 7～9 月期に急激な調整が始まったことが示唆されている。4～6 月期の過剰生産による需給悪化が、7～9 月期の生産調整と価格下落に繋がったと解釈すれば、説明しやすい。事実、在庫率は 7 月以降の上昇が鮮明である。なお、4～6 月期とは逆に、10～12 月期の電子部品・デバイス工業の公表値は 4%Pt 近くも過大評価されることになる。そのため、仮に 10～12 月期の生産調整

輸送機械工業除く鋼船・鉄道車両 (2005年=100)



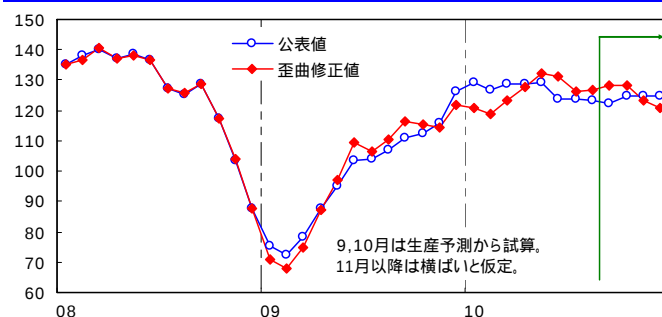
(出所) 経済産業省

輸送機械工業除く鋼船・鉄道車両 (前期比、%、%Pt)



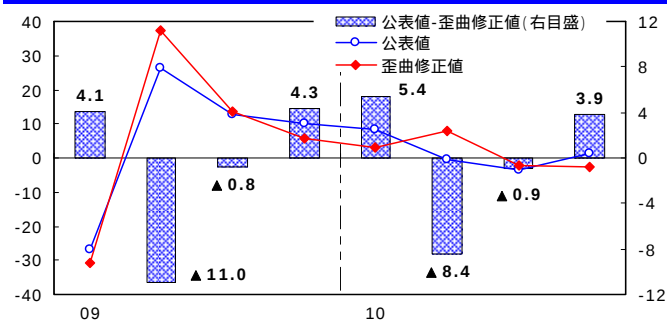
(出所) 経済産業省

電子部品・デバイス工業 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

電子部品・デバイス工業 (前期比、%、%Pt)



(出所) 経済産業省

³ 新車販売の増加により 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.17%Pt 程度押し上げられ、その反動減で 10～12 月期は 0.52%Pt 程度押し下げられると予想している。

が公表値でマイルドなものになっても、安心してはならないだろう。

一般機械工業

一般機械工業は 2009 年、2010 年ともに前半が過大に、後半が過小に評価されている。公表値は 2009 年 7～9 月期前期比 3.4%→10～12 月期 10.4%→2010 年 1～3 月期前期比 16.6%→4～6 月期 12.4%、歪曲修正値は 2009 年 7～9 月期 6.8%→10～12 月期 15.6%→2010 年 1～3 月期 10.4%→4～6 月期 9.7%である。公表値では 2010 年前半に増勢がピークを迎えているが、実際には、増勢のピークは 2009 年後半で、2010 年前半は高い伸びを維持した程度だった可能性が高い。これは、景気対策を受けた 2009 年後半以降の世界的な投資拡大の動きとも一致する。

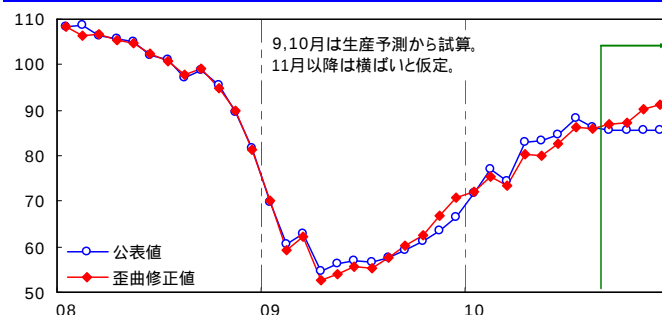
更に重要なのは、2010 年後半の動きだろう。公表値に基づく 7～9 月期に前期比 3.6%と急減速、10～12 月期はマイナス転化（▲1.2%）と、日本の資本財生産が急失速する姿が予想される。しかし、歪曲修正値は 7～9 月期 6.9%→10～12 月期 3.5%と伸びが縮小こそすれ、増加基調は維持される。新興国を中心に設備投資の拡大が続いていることを踏まえれば、歪曲修正値の方が実感に沿ったものとなる可能性が高いのではないだろうか。

まとめ

2010 年 7～9 月期の生産は公表値によれば、輸送機械工業と電子部品・デバイス工業の 2 四半期連続の減産に加え、一般機械工業の失速もあり、減産に転じると説明される。しかし、歪曲修正値では、エコカー補助金適用を狙った駆け込み需要を受けて輸送機械工業は増産、輸出主導で一般機械工業の生産も拡大基調を維持したものの、需給悪化を受けた電子部品・デバイス工業の生産調整が響き、生産全体の増勢は大きく鈍化したとの説明になる。

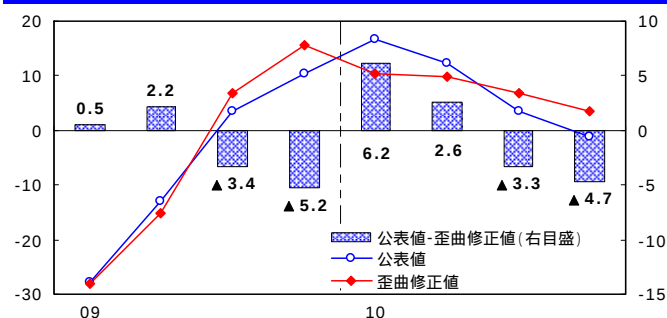
公表されている 8 月までの実績値と 9・10 月の生産予測に基づく試算によると、10～12 月期の生産は 3～4%程度の減少が見込まれる。しかし、現時点での自動車産業の 10 月減産見通しがやや甘めと判断されることを踏まえると、鉱工業生産の減少幅は 4%を超える可能性が高い。加えて、季節調整の歪みが 10～12 月期には公表値を 0.7%Pt 程度押し上げる方向に作用するため、歪曲修正値で見た減産幅は 5%を上回るかも知れない。

一般機械工業 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

一般機械工業 (前期比、%、%Pt)



(出所) 経済産業省