

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

4～6 月期を過度に悲観するなかれ（4 月の鉱工業生産）

4 月の鉱工業生産は前月比 0.2%と微増にとどまり、先行きも 5 月に▲3.2%の大幅増産が見込まれるなど低調。生産予測による単純試算では 4～6 月期は前期比▲0.8%と減産に。しかし、季節調整の歪みを考慮した当社試算では 4～6 月期は小幅増加であり、過度の悲観も危険。鉱工業生産は昨年 10～12 月期以降の横ばい推移が継続と判断。生産は 4～6 月期も横ばい程度にとどまった後、輸出持ち直しを受けて、7～9 月期以降に回復と予想。業種別には、自動車セクターの好調と、IT・デジタル分野の苦境が目立つ。

4～6 月期は減産？

4 月の鉱工業生産は前月比 0.2%（3 月 1.3%）と 2 ヶ月連続で増加したものの、4 月の増加幅は生産予測の 1.0%のみならず、市場予想の 0.5%（当社 0.4%）にも届かなかった。サプライズと言うほどの乖離ではないが、ネガティブと判断せざるを得ないだろう。先行きも、生産予測では 5 月前月比▲3.2%、6 月 2.4%と 5 月に大きな落ち込みが予想されている。生産予測の前月比を生産指数に単純に当てはめて試算すると 4～6 月期は前期比▲0.8%（1～3 月期 1.3%）と 4 四半期ぶりの減少に転落する。実現率の下振れ傾向を加味すれば、減少率はさらに膨らむことになる。

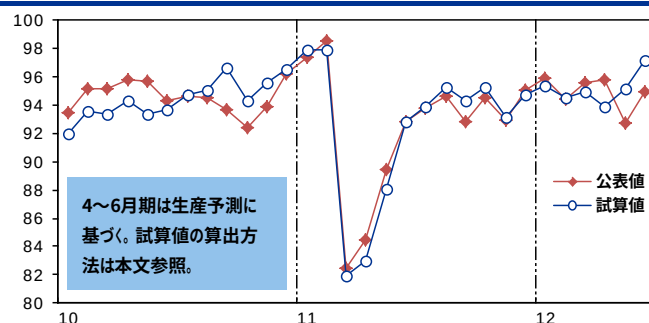
季節調整の歪みを考慮すれば生産は横ばい継続

但し、ここ数年の大きな経済変動すなわち、リーマンショックや東日本大震災によって季節調整が歪んでいる可能性に留意する必要がある。経済産業省の実施している異常値処理に加えてリーマンショック後などの経済変動についても異常値処理を施した当社試算値でみると¹、2011 年 10～12 月期及び 2012 年 1～3 月期の増加が公表値よりマイルドとなる一方、4～6 月期は前期比 0.5%（1～3 月期試算値 0.5%）と減少ではなく、小幅増加になる。なお、一般に用いられる生産予測の季節調整値・前月比も、季節調整手法の影響を受けているため、生産予測の原系列・前月比を用いて、5・6 月を試算している。

4～6 月期を過度に悲観すべきではない

以上を踏まえると、現時点で 4～6 月期の生産減少見通しに対して過度に悲観的に反応すべきではないだろう。実績値の生産予測からの下振れを加味しても、

鉱工業生産指数の推移（2005年=100）



(出所) 経済産業省

鉱工業生産指数の推移（前期比、%）



(出所) 経済産業省

¹ 経済産業省は 2011 年 3 月のみ異常値として処理している。確かに、X12ARIMA のデフォルト管理限界では 2011 年 3 月のみが異常値として認識される。当社では、管理限界を緩和し、リーマンショック後などを異常値に含めて、季調値を試算している。但し、季調値はあくまでもフィクションであり、当社試算においても 2012 年 6 月の増加は強く出過ぎている可能性がある。

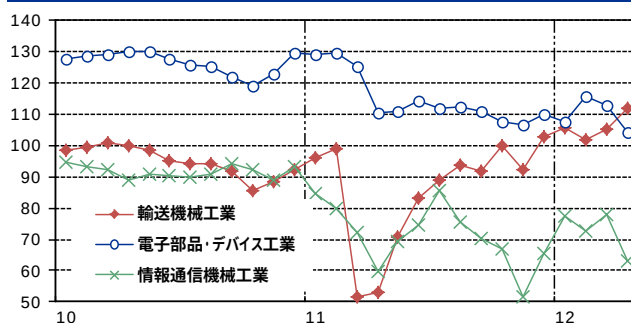
4～6 月期は横ばい程度と見込まれる。

当社試算値に基づけば、鉱工業生産は東日本大震災で途絶したサプライチェーンの復旧により昨年 7～9 月期に急増した後はほぼ横ばいにとどまっております、回復加速の動きは見られないが、失速に向かっている訳でもないと判断できる。なお、当社はメインシナリオにおいて、輸出回復を受けて、7～9 月期以降の鉱工業生産は緩やかに回復へ向かうと予想している。但し、欧州債務問題などのリスク要因について、従来以上に留意が必要なのは言うまでもない。

自動車セクターが牽引

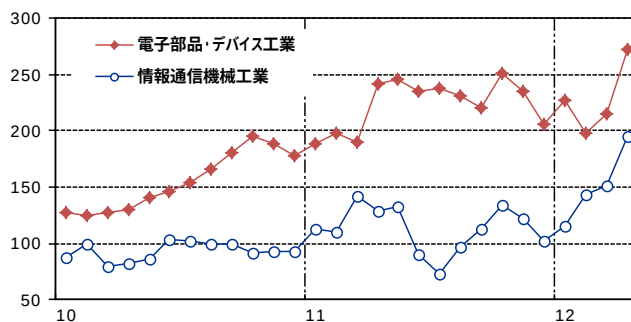
4 月の鉱工業生産を業種別に見ると、内外で販売が好調な自動車セクターを主力とする輸送機械工業や一部の素材セクターに限られ、多くの業種は低調だった。まず、完成車生産の大幅増加（3 月前月比 3.9% → 4 月 9.5%）などがけん引し、輸送機械工業の生産が 6.5%（3 月 3.0%）と 2 ヶ月連続で拡大し、生産全体を押し上げた。4 月に輸送機械工業は鉱工業生産全体を 1.2Pt も押し上げている。また、自動車向けの電池生産拡大などが寄与し、電気機械工業の生産も増加した（3 月 0.1% → 4 月 3.9%）。一方、素材セクターは鉄鋼業（4 月▲1.7%）窯業・土石製品工業（4 月▲1.5%）が建設用途を中心に減産となったものの、化学工業（除く医薬品、4 月 4.4%）や非鉄金属工業（4 月 3.2%）は持ち直している。

セクター別の生産推移（2005年=100）



(出所)CEIC

IT・デジタル分野の在庫率推移（2005年=100）



(出所)CEIC

IT・デジタル分野で在庫率が急上昇

4 月に特に低調だったのは、IT・デジタル関連である。川上の電子部品・デバイス工業が前月比▲7.8%（3 月▲2.3%）、川下の情報通信機械工業も▲19.5%（3 月 7.3%）と大幅な減産に陥った。半導体価格は昨年 12 月を底にやや持ち直しているものの未だ低水準にあり、また需要好調分野はスマートフォン関連などに限られるため、IT・デジタル関連全体の生産回復には繋がっていない模様である。4 月に在庫率が川上・川下

ともに跳ね上がっている点を踏まえれば、生産回復への道程は長いと考えられる。なお、6 月に電子部品・デバイス工業は前月比 18.9%もの大幅増産を見込んでいるが、これは新製品投入前の特需である可能性が高い。