

# 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

## 10月鉱工業生産は予想外の増加も、楽観は禁物

10月の鉱工業生産は、電子部品・デバイス工業の二桁増産により前月比1.8%と予想外の増加。生産予測による単純試算では10～12月期は前期比0.8%と3四半期ぶりの増加に転じる。しかし、先行きの不確実性などを勘案すれば、10～12月期も生産の減少は継続する見込み。

### 10月は予想外の増加

2012年10月の鉱工業生産は前月比1.8%（9月4.1%）と予想外の増加に転じた。生産予測では1.5%が、市場予想では2.0%（当社1.6%）が見込まれていたため、大幅な上振れである。加えて、同時に発表された生産予測では11月前月比0.1%の後、12月に7.5%の急増が見込まれており、生産予測の前月比による単純延長に基づけば10～12月期は前期比0.8%（7～9月期4.2%）と3四半期ぶりの増加に転じる。10月上振れと12月の急激な増産見通しは、極めて大きなサプライズと言える。

生産予測が示唆するように、10～12月期の鉱工業生産は、本当に増加へ転じるのか。見極める上では、三つのポイント重要である。

### 輸出との整合性をどう考えるか？

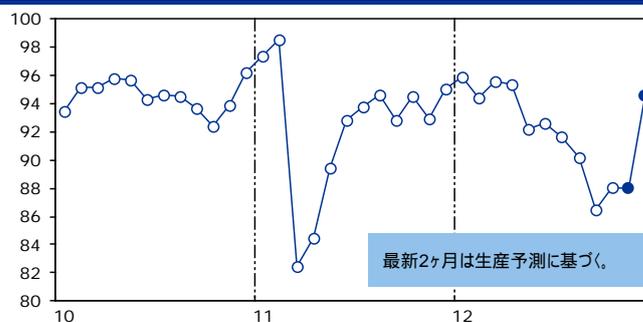
第一のポイントは、輸出動向との整合性である。実質輸出は当社の試算で9月前月比2.3%、10月3.6%と2ヶ月連続で減少しており（日銀試算も9月3.5%、10月2.9%とほぼ同じ）、世界経済減速や日中間のトラブルなどを受けて低調である。それにも関わらず、10月の鉱工業生産が持ち直したのは、日本企業が10月販売（輸出）の急減を見込んで、9月に生産を大幅に抑制した反動であろう。

つまり、10月の販売減少を見込み、9月に生産水準を大きく切り下げたが、実際の10月販売は想定程には落ち込まなかった。それ故に10月に多少なりとも生産水準を引き上げたのだと推測される。これは10月に在庫率が1.8%（9月4.2%）と低下へ転じた点からも確認できる。但し、注意すべきは10月に販売が回復した訳ではなく、あくまでも減少率が想定程ではなかったという点である。なお、10月は鉱工業生産が前月比1.8%の増加だが、生産予測実績は0.9%と減少にとどまる。すなわち、10月の生産予測1.5%と鉱工業生産実績1.8%の乖離「3.3%Pt」ではなく、生産予測1.5%と生産予測実績0.9%の乖離「0.6%Pt」が、企業にとっての想定からのズレである。ズレは、それほど大きくはない。

### 先行きの不確実性は高い

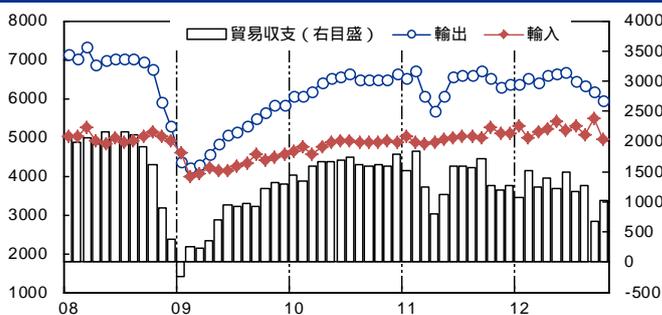
第二のポイントは、12月増産予測の不確実性である。

鉱工業生産指数の推移（2005年=100）



(出所) 経済産業省

実質輸出入の推移（10億円、季調値、2005年基準）



(出所) 財務省、日本銀行

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、伊藤忠経済研究所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。

上述の通り、12月は生産予測で前月比7.5%の急激な増産が見込まれている。増産を肯定する材料としては、世界経済の持ち直しと日中間のトラブルの悪影響の減退が指摘できる。そうした材料の方向性自体には同意できるが、変化の度合いは現時点で極めて不透明である。そのため、12月増産予測には下方修正リスクがつきまとう。

## 統計解釈の問題にも留意

第三のポイントは、12月増産予測の数値的な解釈である。第二で指摘した不確実性を別としても、12月前月比7.5%の生産予測は、相当に割り引いて見る必要があると考えられる。第一のポイントでも指摘したが、発射台となる10月実績が大きく異なるためである。10月鉱工業生産に生産予測を接続した場合、10~12月期は前期比0.8%の増加となるが、10月生産予測実績に11月及び12月の生産予測を接続した場合、10~12月期は前期比2.4%（7~9月期4.2%）と明確な減少にとどまる。こうした両者のズレは、内訳の業種動向を見ると、更に明確である。例えば、電子部品・デバイス工業は、10月に鉱工業生産ベースでは14.7%と急増し、鉱工業生産全体のプラス転化に大きく寄与したが、生産予測ベースでは3.1%の小幅増加に過ぎない。生産予測では、11月前月比9.7%、12月10.5%と先行きも2ヶ月連続で高い伸びが見込まれているが、その前提となる10月は14.7%ではなく3.1%である。

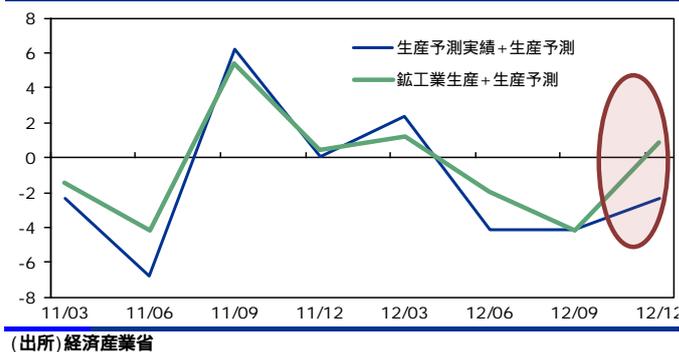
## 10~12月期の生産は小幅減少を予想

以上の三つのポイントを考慮し、当社では10~12月期の鉱工業生産が前期比0.8%の減少になると見込む。10~12月期の落ち込み度合いが、9月実績公表の時点で想定された4%から大きく縮小する点は素直にポジティブな動きとして解釈すべきである。しかし、10~12月期の鉱工業生産がプラスに転じ、景気が回復へ向かうと判断するのは、やや楽観的過ぎるだろう。

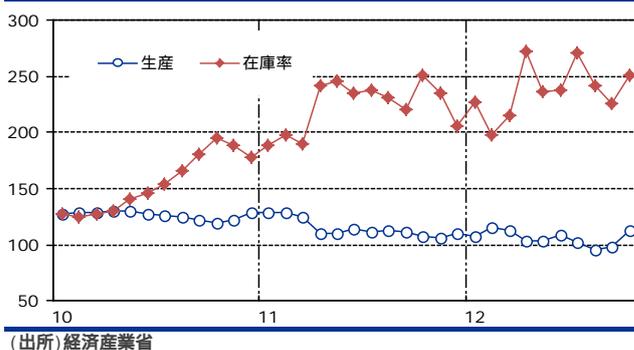
10月生産増加には電子部品・デバイス工業が寄与業種別の動向を見ると、10月の鉱工業生産増加に寄与したのは、電子部品・デバイス工業と輸送機械工業である。まず電子部品・デバイス工業は、10月に前月比14.7%（9月2.4%）と二桁増加を記録、生産全体を1.3%Ptも押し上げた。電子部品や半導体素子、集積回路と幅広い品目での増加が確認できる。これは、スマートフォン需要の拡大と新OSの投入に合わせたPC新モデル発売の影響が大きいと推測される。電子部品・デバイス工業は、11月以降も10%程度の増加を見込んでいるが、既に指摘したように実際の増加幅は割り引く必要があるだろう。

輸送機械工業は前月比1.1%（9月12.4%）と小幅増加へ転じ、生産全体0.2%Pt押し上げた。同セクター

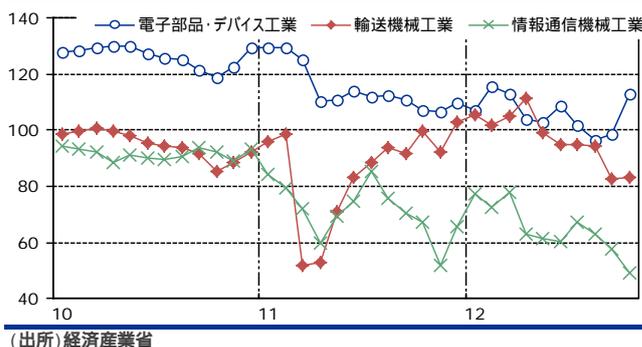
鉱工業生産と生産予測の相違（前期比、%）



電子部品・デバイス工業の推移（2005年=100）



機械セクターの生産推移（2005年=100）



は、中国での販売減やエコカー補助金終了を受けた国内販売減少に伴い、9月に生産水準を1割超も切り下げたが、実際の販売落ち込みが想定ほどではなかったために、生産水準を多少回復させたものと判断される。