

テーマ：生産の回復時期を展望する

発表日：2月24日(木)

～踊り場を脱する時期は年後半が予想される～

(No.N-95)

第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 副主任エコノミスト 新家 義貴
 TEL:03-5221-4528

(要旨)

足元の生産指数の落ち込みは、電子部品・デバイスにほぼ限定されており、その他の業種については目立った落ち込みは見られない。電子部品・デバイスは財の中では川上に位置し、悪化が他の財にあまり波及しなかったことがこの背景にある。

過去の電子部品・デバイス生産と在庫、在庫率等の先行指標との関係を時差相関係数で測定した。過去の経験則から判断すると、生産は2005年春頃に底打ちする可能性が示唆された。少なくとも今のようペースで悪化を続けていく可能性は小さくなったと判断される。

一方で需要面をみると、先行指標は悪化を続けているものが多く、未だ輸出の本格的回復の目処は立っていない。先行指標と輸出の過去の関係からすると、輸出が回復力を強めるのは早くて春以降、通常であれば年後半が予想される。

過去の生産活動が輸出に極めて強く規定されてきたことを考えると、生産だけが輸出に先んじて回復傾向を明確化させる可能性は低いと考えるのが自然だろう。そのため、生産拡大に加速感が出るなど回復が明確化するの、輸出の回復が期待できる年後半以降になると思われる。

見方が分かれる生産の持ち直し時期

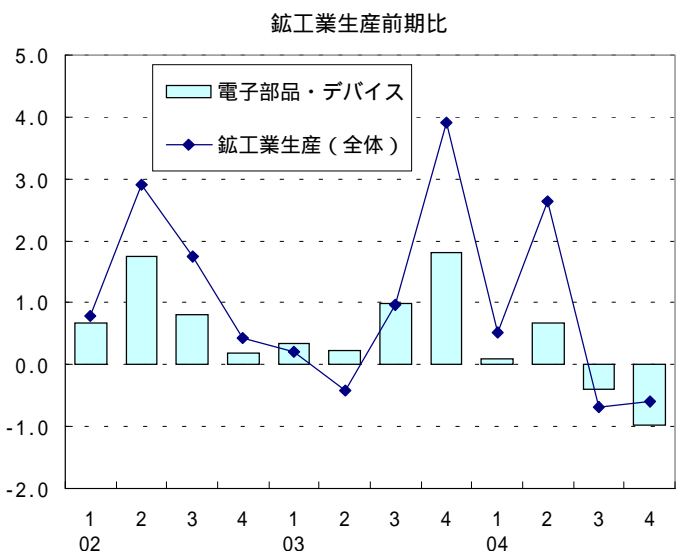
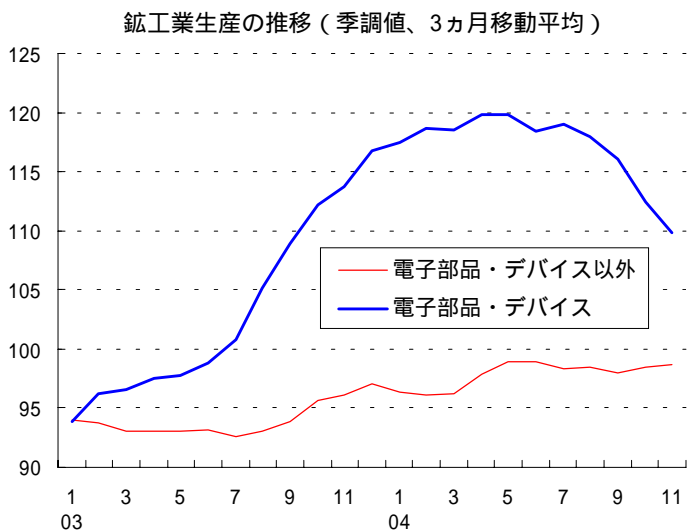
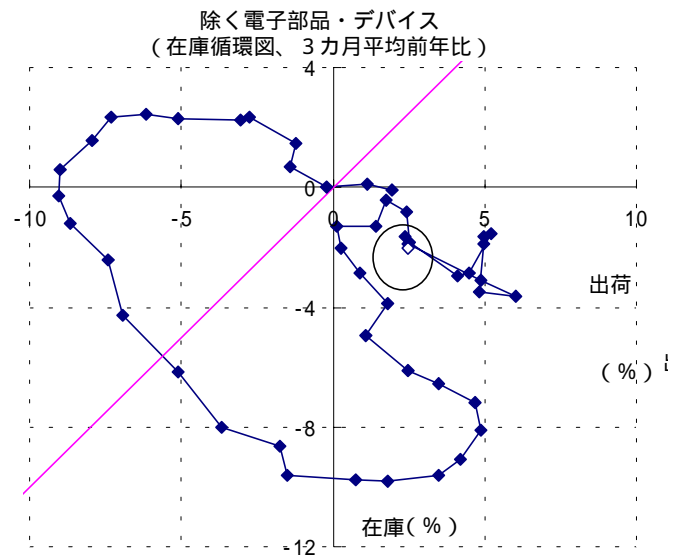
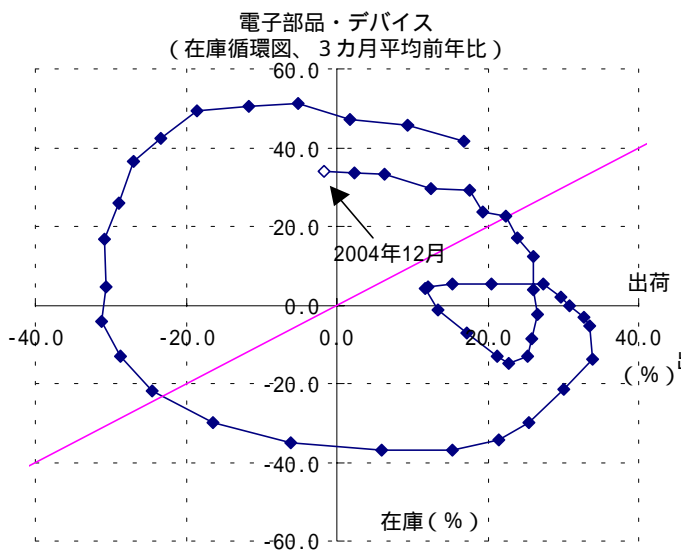
鉱工業生産指数は、2004年7-9月期が前期比 0.7%、10-12月期が同 0.6%と2四半期連続で減少している。昨年後半の一時期には、エコノミストの間でも生産の先行きについて悲観的な見方が多くなっていたのだが、最近では先行きの落ち込みリスクはかなり小さくなったとの見方が優勢になってきたようだ。強めの推移を見込んでいる1、2月の製造工業予測指数や、2四半期連続の増加を見込む機械受注などがその背景にあるのだろう。実際、1-3月期の生産については、増加幅はともかく、前期比でプラスに転じる可能性は十分にある。

だが、この1-3月期に予想されている増加が生産の基調的な回復に結びつくかどうかについては、エコノミストの間でもまだコンセンサスはできていないのが実情であり、生産の持ち直し時期については見方が分かれている。今後も基調としては弱含み状態が続くとの見方も依然あれば、2004年末で調整は終了し、既に回復局面に入ったという見方もある。また、春頃に持ち直すという意見もあれば、年後半の回復を主張する向きもある。そこで本稿では、鉱工業生産の足元の動向について確認した後、生産回復時期について様々な先行指標から検討を行う。さらに、生産に非常に大きな影響を与える輸出に関しても、各種先行指標から持ち直し時期を探り、今後の生産動向の展望を行うことにしたい。

落ち込みは一部業種に限定

まずは、足元の鉱工業生産指数の動向を確認してみよう。既に多く指摘されている通り、現在の生産活動は、電子部品・デバイスとそれ以外の業種で極めて異なった動きをしている。在庫循環図でも、電子部

品・デバイスは明確に調整局面入りしている一方で、それ以外の業種については調整局面入りはしておらず、鉱工業全体で見れば、未だ安全圏にある。水準で見ても、電子部品・デバイス以外は夏場以降ほぼ横這いで推移となっている。前期比でも、足元2四半期の落ち込みは、ほとんどすべて電子部品・デバイスの落ち込みで説明が可能である。



生産の伸びが鈍化し始めた当初は、電子部品・デバイスの落ち込みが他部門に波及していくのではとの懸念も多く聞かれたが、そうした動きは今のところ限定的である。この背景としては財の投入構造の違いが挙げられる。

一般に、川下に位置する最終製品は、川上財を幅広く投入して生産しているため、最終製品の需要が落ち込んだ場合には、広く川上の財にも悪影響が及ぶ傾向がある。そのため、乗用車等の最終需要財の生産誘発係数は大きい。一方、川上に位置する生産財は、最終製品とは異なり川上財への波及を伴わないため、生産誘発係数は小さい傾向がある。次図は、製造業の33業種を生産誘発係数が大きい順に並べたものであるが、この図からも、電子部品、半導体素子・集積回路といった電子部品デバイス業に該当する部門は、輸入比率が高いこともあって生産誘発係数が非常に小さいことが確認できる。実際、過去に生産調整が行われたケースでも、最終需要財主導で生産が落ち込んだ場合には、調整が広範囲に及んで長期化しがちであるのに対し

て、生産財主導での調整は調整期間が短い傾向がある。今回の生産の調整が一部業種に限定されていることには、こうした背景があると思われる。

以上から、先行きの生産動向を展望するには電子部品・デバイスの動向が決定的に重要であることが分かる。そのため、以下では電子部品・デバイスの調整終了時期について検討する。

製造業33部門における生産誘発係数（降順）

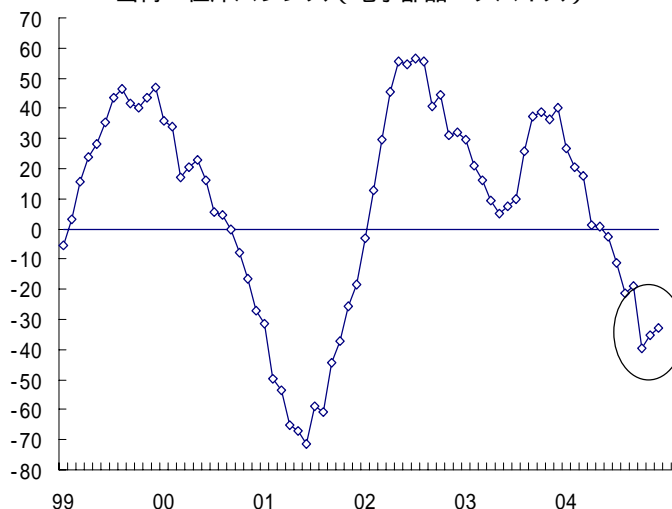
生産誘発係数	
1	乗用車 2.99
2	その他の自動車 2.55
3	鉄鋼 2.54
4	プラスチック製品 2.27
5	民生用電子・電気機器 2.24
6	事務用・サービスイ用機器 2.15
7	化学最終製品 2.14
8	金属製品 2.13
9	その他の輸送機械 2.12
10	一般機械 2.12
11	化学基礎製品 2.10
12	合成樹脂 2.09
13	繊維工業製品 2.08
14	その他の製造工業製品 2.08
15	パルプ・紙・紙加工品 2.07
16	通信機械 2.07

生産誘発係数	
17	電子応用装置・電気計測器 2.05
18	その他の電気機器 2.04
19	製材・木製品・家具 2.04
20	食料品・たばこ・飲料 2.02
21	衣服・その他の繊維製品 1.98
22	精密機械 1.97
23	電子計算機・同付属装置 1.96
24	重電機器 1.94
25	電子部品 1.94
26	医薬品 1.91
27	出版・印刷 1.90
28	非鉄金属 1.89
29	窯業・土石製品 1.81
30	鉱業 1.62
31	半導体素子・集積回路 1.62
32	石炭・原油・天然ガス 1.52
33	石油・石炭製品 1.22

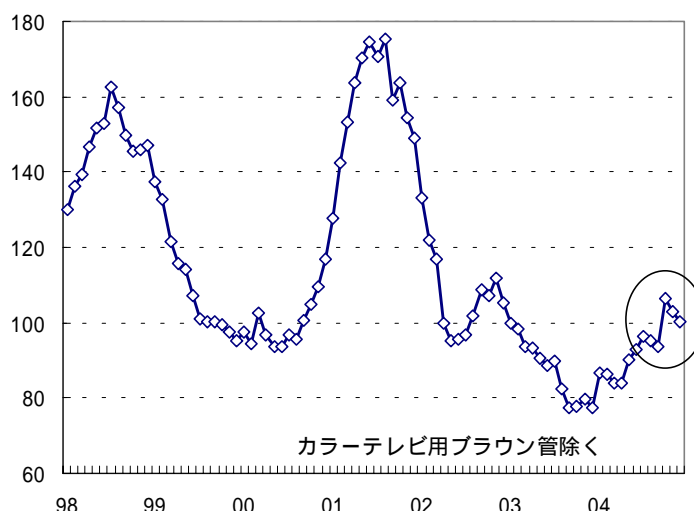
国内の在庫循環面からみれば、春頃の回復が示唆される

これまで悪化を続けてきた電子部品・デバイスの生産にも、このところ改善の兆しが出始めている。生産に先行する傾向のある出荷・在庫バランスや在庫率は、10月をボトムに11、12月と2ヵ月連続で小幅ながら改善している。また、実現率、予測修正率に関しても、振れは大きいものの、一時期と比較して明らかにマイナス幅は縮小している。こうした状況から判断すると、少なくとも悪化の度合いは先行きかなり和らいでくる可能性が高いと思われる。

(%) 出荷・在庫バランス（電子部品・デバイス）



電子部品・デバイスの在庫率（季調値）



生産に対する先行指標としては、在庫率や在庫、出荷在庫バランス、実現率、予測修正率などが挙げられるが、過去のこれらの先行指標と生産の動きを見ることは、生産底打ちの時期を展望する上で有用であると考えられる。そこで、先行指標と生産の関係を時差相関係数で計測した。そして、先行指標が今回ボトムを打った時期と先行月数から、それぞれの先行指標が示す生産の底打ち時期を展望した。また、在庫や在庫率については、水準だけでなく、前年比や3ヵ月移動平均3ヵ月前比などでも計測を行っている。なお、計測期間については、電子部品・デバイスの系列が存在する1998年1月以降としている。

これによると、おおむね春頃の底打ちが示唆される結果となっている。なお、在庫に関してやや遅めの持ち直しが示唆されていることが気になるが、より相関係数の大きい在庫率や出荷在庫バランス等を重視するのが自然だろう。このように、過去の経験則から判断すると、電子部品・デバイスの生産は、2005年春頃には底打ちする可能性がある。在庫循環的な観点からすれば、少なくとも今のようなペースで悪化を続けていく可能性は小さいと判断される¹。

電子部品・デバイスの底打ち時期の展望

	水準		傾向変動除去	
	在庫	在庫率	在庫	在庫率
先行期間(月)	8	4	8	5
相関係数	-0.51	-0.89	-0.82	-0.91
今回ボトム	2004年11月	2004年10月	2004年11月	2004年10月
生産ボトム予想(2005年)	7月	2月	7月	3月

	前年比		
	在庫	在庫率	出荷在庫バランス
先行期間(月)	10	5	6
相関係数	-0.59	-0.67	0.65
今回ボトム	2004年10月	2004年10月	2004年10月
生産ボトム予想(2005年)	8月	3月	4月

	3ヵ月移動平均3ヶ月前比		3ヵ月移動平均	
	在庫	在庫率	実現率	予測修正率
先行期間(月)	11	8	6	5
相関係数	-0.38	-0.52	0.20	0.34
今回ボトム	2004年4月	2004年8月	2004年10月	2004年10月
生産ボトム予想(2005年)	3月	4月	4月	3月

推計期間は1998年～直近。
在庫率はすべてブラウン管を除いて計算している。

¹ ただし、現在みられる在庫率や出荷在庫バランスの改善は極めて小幅であり、明確に底を打ったかどうかは現時点では判断できない。そのため、1月の生産指数でも確認を行う必要がある。

なお、1998年からではサンプルが少ない可能性があるため、参考までに計測期間を長く（バブル崩壊以降）として計測したものが以下の図である。なお、データの利用可能性上、電子部品・デバイスではなく、電気機械（旧分類）（＝電子部品・デバイス＋電気機械＋情報通信機械）についての計測となっている。結果は同様に、指標によって差はあるものの、おおむね春頃の底打ちが示唆されている。

電気機械（旧）

	水準		前年比	
	在庫	在庫率	在庫率	出荷在庫バランス
先行期間（月）	6	4	8	5
相関係数	-0.22	-0.76	-0.35	0.45
今回ボトム	2004年8月	2004年10月	2004年10月	2004年10月
生産ボトム予想	2月	2月	6月	3月

	傾向変動除去		3ヵ月移動平均3ヶ月前比		3ヵ月移動平均	
	在庫	在庫率	在庫	在庫率	実現率	予測修正率
先行期間（月）	10	6	10	9	4	5
相関係数	-0.16	-0.48	-0.26	-0.26	0.63	0.25
今回ボトム	2004年8月	2004年10月	2004年5月	2004年7月	2004年10月	2004年9月
生産ボトム予想	6月	4月	3月	4月	2月	2月

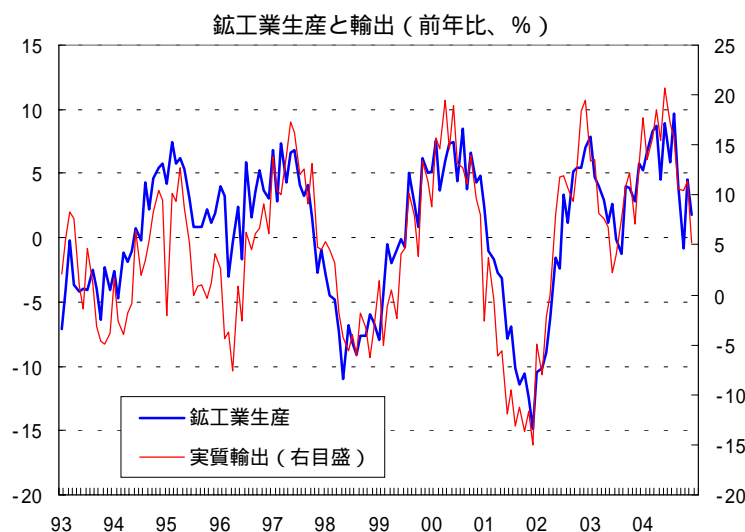
推計期間はバブル崩壊以降（1991年2月～直近）。
在庫率はすべてブラウン管を除いて計算している。
電気機械（旧）＝電気機械（新）＋情報通信工業＋電子部品・デバイス。

輸出面からみると、持ち直しはもう少し後ずれ

以上の通り、国内の在庫や在庫率等と生産指数の過去の関係から判断すれば、2005年春には生産の底打ちが期待できる。昨年後半以降の軽微な生産調整が佳境に入り、循環的な回復のタイミングが徐々に近づいているといえるだろう。

ITバブル期という苦い経験を経て、企業が過去になく慎重に生産計画を立て、在庫削減に励んできた効果がようやく実を結びつつある。

しかし、当然のことながら、生産動向は企業行動という供給側の要因だけで決まるものではない。企業がいくら懸命に生産調整を行ったとしても、需要の伸びが企業の見通しを下回れば在庫は減らず、生産調整はいつまで経っても終わらない。生産の先行きを予測する上では、需要動向、特に輸出動向が重要



であることは疑いない。実際、過去の鉱工業生産と輸出の動向を比較しても、両者の動きは驚くほど一致しており、輸出の影響がいかに大きいか分かる。特にバブル崩壊以降に関しては、生産が輸出に影響される度合いはますます増大している。これは、80年代までは、輸出が減少した場合でも内需の拡大が生産を支えることができたのだが、バブル崩壊以降には、内需は低迷を続け、生産への影響力を低下させてきたことが背景にある。また、近年IT関連輸出のウェイトが増してきたことで、輸出の変動が大きくなっていることも、生産と輸出が極めて強く相関している要因の一つである。

そこで、生産の場合と同様に、各種経済指標と輸出の関係を時差相関係数で計測した。具体的には、過去の日本からの輸出に先行する傾向がある、OECD景気先行指数(6ヵ月変化率・年率)、米ISM製造業新規受注、米在庫前年比(製造業、耐久財、コンピューター・電子機器)、米在庫率前年比(製造業、耐久財、コンピューター・電子機器)、米出荷在庫バランス前年比(製造業、耐久財、コンピューター・電子機器)、米BBレシオ、の12個の経済指標を用いた。結果は以下の通りである。なお、米国経済指標がほとんどではあるが、これは日本の対米向け輸出というよりも、米国の経済活動によりアジア等の他地域の米国向け輸出が誘発される結果、日本のアジア向け輸出が影響を受けるというルートを想定している。

輸出の持ち直し時期の展望

	OECD景気先行指数	ISM新規受注
	6ヵ月前比	
先行期間(月)	5	5
相関係数	0.56	0.47

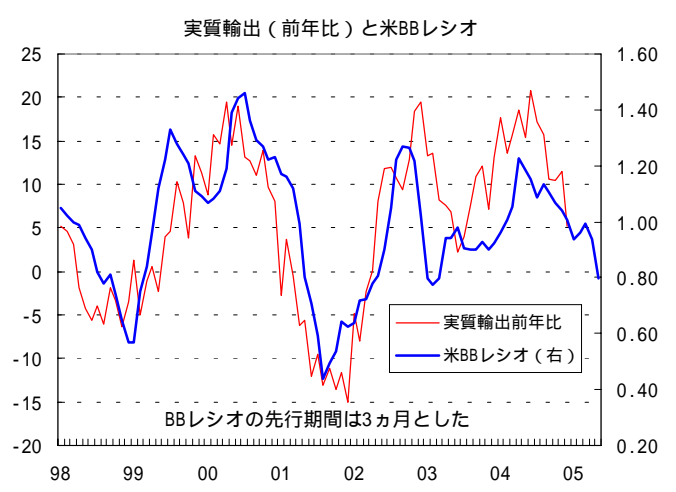
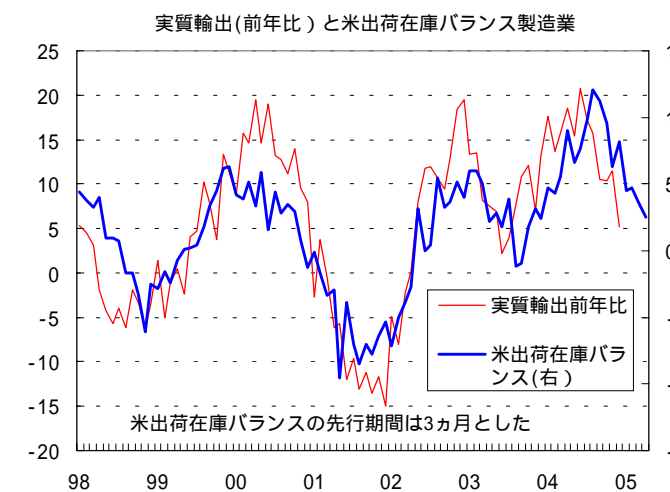
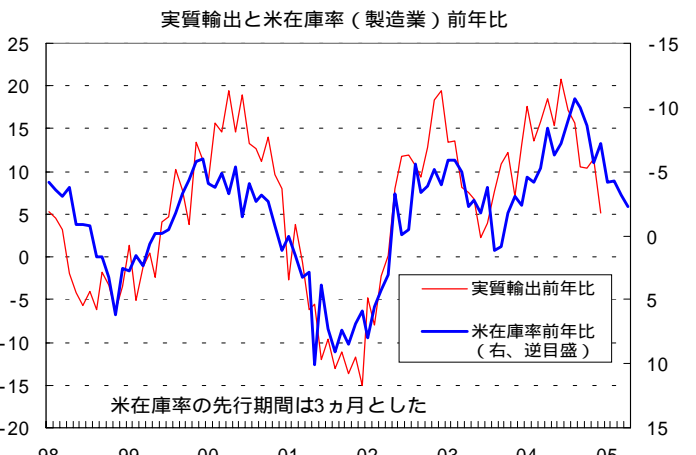
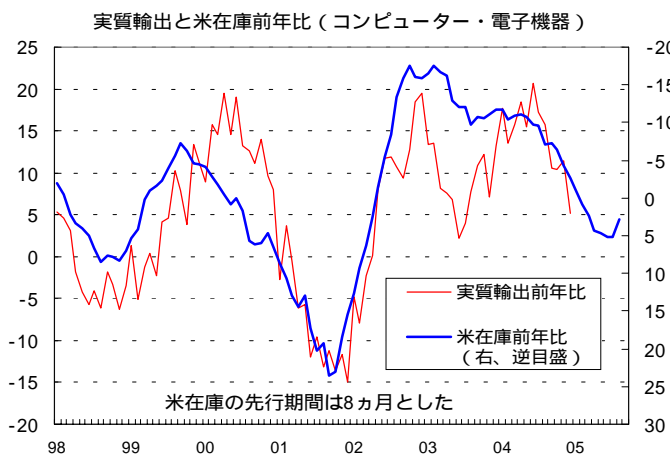
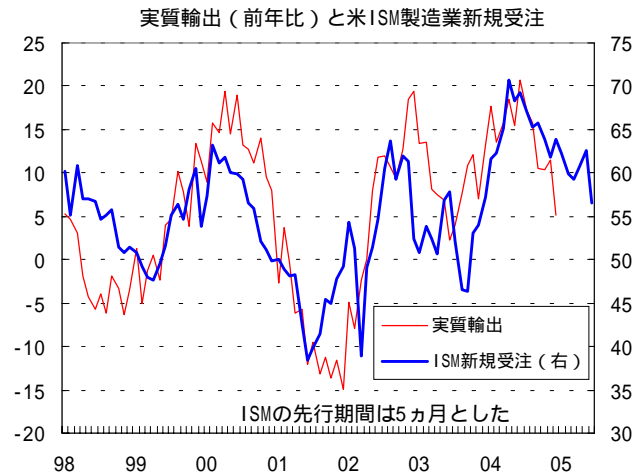
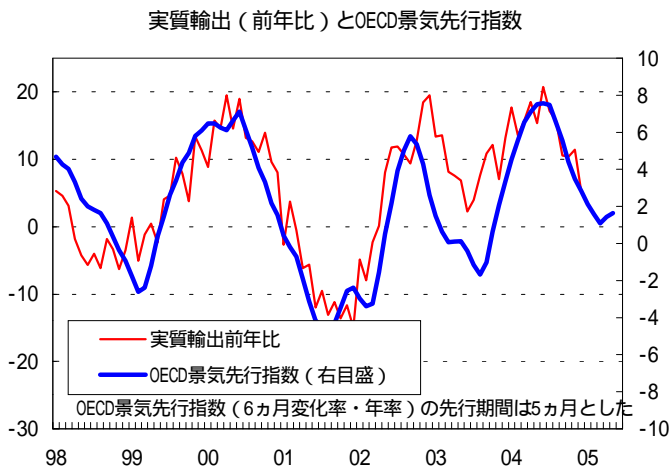
	米在庫前年比		
	製造業	耐久財	コンピューター・電子機器
先行期間(月)	10	9	8
相関係数	-0.52	-0.47	-0.65

	米在庫率前年比		
	製造業	耐久財	コンピューター・電子機器
先行期間(月)	3	3	3
相関係数	-0.81	-0.67	-0.70

	米出荷在庫バランス			米BBレシオ
	製造業	耐久財	コンピューター・電子機器	
先行期間(月)	3	3	3	3
相関係数	0.80	0.66	0.69	0.32

実質輸出との時差相関

指標によって先行期間にかなり差はあるが、おおむね高い相関が得られた。これらの日本からの輸出と関係が深い諸指標から判断すると、輸出の回復力が強まる時期はいつになるのだろうか。しかし、OECD景気先行指数が2004年10月、米国の在庫が2004年11月にボトムを付けた可能性がある他は、未だ悪化を続けている指標ばかりだ。これらは、米国製造業部門が足元で拡大傾向を鈍化させていることを反映した動きである。BBレシオに関して、2004年10、11月に2ヵ月連続で上昇し、底打ちかとも期待させたが、その後12、1月と2ヵ月連続で低下している。特に1月の低下幅は大きく、未だ底打ちは見えてきていない状況だ。



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

これらのことは、経験的には輸出の回復力が強まるまでには今暫く時間がかかるということを示唆している。底打ちが最も早かった OECD 景気先行指数を基準にしても、過去の先行期間からみて、輸出のボトムは3月になる。こうしたことから考えて、少なくとも1-3月期に関しては輸出にあまり期待できないと見るのが自然だろう。また、OECD 景気先行指数に関しても、確かに12月までは改善しているのだが、先日発表された1月の米国景気先行指数が低下していることもあって1月に再び低下する可能性は否定できないだろう。

このように、過去の先行指標と輸出との関係から判断する限り、輸出の回復力が強まるのは、通常であれば7-9月期頃、早くても春以降となることが予想される。

なお当社では、米国経済は2005年前半までは投資減税効果の剥落によって設備投資や在庫投資が抑制され、景気拡大ペースが鈍化するものの、年後半には、所得の増加等によって個人消費が安定的に拡大するなか、再び設備投資が拡大ペースを速めることで、安定成長経路へ復帰すると予想している。また、中国経済も、前半には引締め政策の影響で若干成長が鈍化するものの、年後半には景気抑制政策の一巡から回復力を強めると予想している²。年後半に輸出が回復力を強めるという見方は、こうした海外経済の見通しとも整合的だ。

踊り場を脱するのは年後半か

本稿では、電子部品・デバイスに関して、在庫率や出荷在庫バランス等の先行指標と生産の関係から生産の底打ち時期を展望した。これによると、生産活動は2005年春頃には底打ちする可能性があることが示された。足元の在庫調整の進展度合いからすると、今後は少なくとも今のようなペースで悪化を続けていく可能性は小さいだろう。1-3月期の生産も小幅増加が見込まれる。しかし一方で、輸出に関する分析では、未だ輸出の本格的回復の目処は立っていないことをみた。先行指標と輸出の過去の関係からすると、輸出が回復力を強めるのは早くも春以降、通常であれば年後半が予想される。

つまり、日本国内の在庫循環の観点からみれば、春頃には生産は回復してもおかしくはないのだが、生産動向に対して最も重要である輸出の回復は、それよりもやや遅れそうな状況である。本稿でみてきたように、世界的なIT関連財の在庫調整もまだ終了したとは言いがたく、輸出に先行する各種指標の改善もまだ明確ではない状況が続いている。IT以外の財に関してはさほど落ち込んでいないことや、IT関連財の落ち込みも過去の調整局面に比べれば限定的であること等から、輸出がこの先減少していくとは考えにくい。一方で、輸出が足元から明確な回復に向かうほど外部環境が改善しているわけでもない。過去の生産活動が輸出に極めて強く規定されていたことを考えると、生産だけが輸出に先んじて回復傾向を明確化させる可能性は低いと考えるのが自然ではないだろうか。そのため、生産拡大に加速感が出るなど回復が明確化するのには、輸出の回復が期待できる年後半以降と、比較的慎重にみておく方が無難であると思われる。それまでは、生産は踊り場的な状況を脱するまでは至らず、一進一退の推移を続けるだろう。

² 詳しくは、Asia Trends No57「2005年・2006年のアジア経済見通し」(門倉主任エコノミスト)をご参照ください。