

指標名: 鉱工業生産指数確報(2008年2月)

発表日2008年4月17日(木)

～1-3月期の減産は回避される可能性が高まる。直近ピークの値も更新～

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

○ 1-3月期は前期比プラスの可能性も

本日、2月鉱工業生産指数の確報が公表された。4月10日に2005年基準指数の暫定値が公表された¹が、この暫定値は1月分までの公表だったため、新基準における2月分の数値に注目が集まっていた。その2月の鉱工業生産は前月比+1.6%となり、旧基準指数での公表値(速報値)である同▲1.2%から大幅に上方修正された。改定幅はかなり大きく、符号もマイナスからプラスへと変わっている²。

この結果、1-2月平均の水準は07年10-12月期を+0.2%上回るようになった。3月が前月比▲1.2%を上回れば、1-3月期は前期比横ばい以上になる。3月の予測指数が前月比+0.2%であることを考えると、1-3月期が減産を回避できる可能性は高まった。旧基準では、1-3月期の生産は前期比▲2%近いマイナスになると言われていただけに、数字の印象は基準改定前と後とでかなり変化している。

もう一点重要なことは、2月分が上昇したことにより、指数の直近ピークであった07年10月の水準を超え、生産指数が既往最高水準を更新したことである。もちろん、これをもって景気が既に後退局面に入っているという説を直ちに否定することはできない。だが、これまでの2000年基準指数において、生産指数が2007年10月をピークとして低下する形になっていたことが、景気は既に後退局面に入っているという意見の重要な論拠の一つになっていたため、今回の改定が持つ意味は大きいだろう。

○ 原数値の上方改定に加え、季節調整要因も影響

今回の改定がどのような要因によってもたらされたかを把握するために、生産指数の旧基準と新基準の乖離を「原指数の変更に由来する部分」と「季節指数の変更に由来する部分」とに要因分解したのが図2である。これをみると、2007年10-12月期については、原指数が上方修正される一方で季節指数の改定が押し下げに寄与し(特に07年12月)、全体としては下方修正されていたことが分かる。一方、08年2月分については、原指数の上方修正と季節指数による押し上げの双方が上方修正に大きく寄与している。

○ 輸送機械は先行き不安も足元までは底堅い、電子部品デバイスは軟調

旧基準では2月に前月比マイナスとなっていた輸送機械と電子部品・デバイスについては、新基準ではそれぞれプラスに転じ、上方修正の一因になった。

輸送機械は、旧基準では08年1、2月と低下しており、減少トレンド入りしたかとも思われたが、新基準でみると2月まで上昇基調を維持しているという姿に変わっている。3、4月の予測指数がかなり弱く、先行きが懸念される状況には変わらないが、少なくとも足元までに関しては落ち込みを見せてない。

¹ 基準改定の内容についての詳細は、Economic Trends「鉱工業生産基準改定を読み解く」(4月11日発行)もご参照ください。

² 速報段階では含まれていなかった医薬品や食料品がかなり強めだったことが押し上げている面もあるが、そのことを踏まえても大きな改定である。

電子部品・デバイスは、旧基準では2007年10月をピークに弱含んでいたが、新基準では2007年12月まで順調に上昇する形に変わっている。その後、08年1月に大きく落ち込み、2月は小幅増という姿になる。2月分の伸び率は上方修正されたが、1-2月均してみれば弱めと言えるだろう。予測指数では3月に前月比+5.2%と大幅な増産が予想されているが、4月は同▲3.4%となっており、方向感がつかみにくい。北京五輪関連需要がどの程度顕在化するかが今後のポイントになる。

在庫動向（鉱工業全体）を確認してみると、2月分については旧基準からほぼ変わらずだが、過去については全般的に下方修正されている。在庫が低位に抑制されており、在庫調整圧力が軽微であることが改めて確認された。

○ 3月予測は下方修正

予測指数については、3月が前月比+0.2%、4月が同▲1.1%となり、旧基準と比べて主に3月分が下方修正された（旧基準：3月同+2.0%、4月同▲1.0%）。予測指数通りと仮定すると、4月の水準は1-3月期を▲0.5%下回る。旧基準では4月分は1-3月期対比▲0.1%だったため、4-6月期の発射台はやや下がる形になった。1-3月期は上方修正されたものの、4-6月期に順調に生産が拡大していくという状況には至っていない。当面横ばい圏の動きが続く公算が高いと予想される。

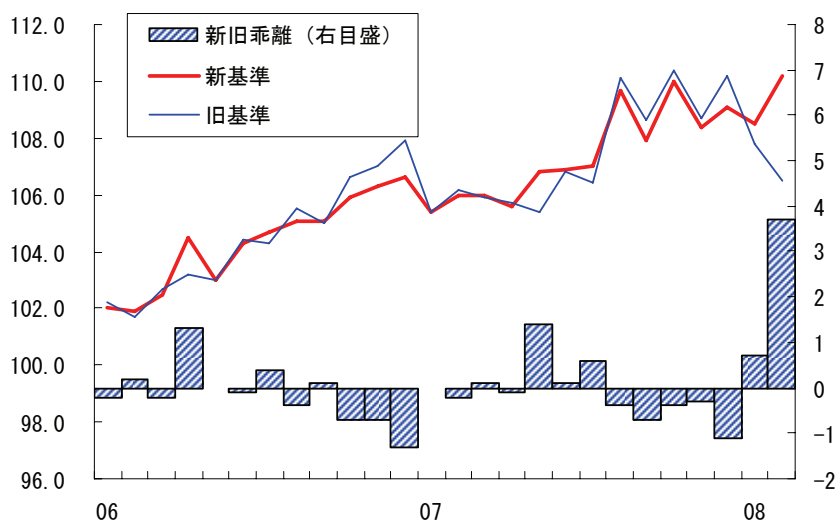
○ 当面、横ばい圏内の動きか

以上の通り、2月の鉱工業生産は予想外のプラスになった。1-3月期の生産イメージを大きく変化させたという意味において、かなりのポジティブサプライズである。

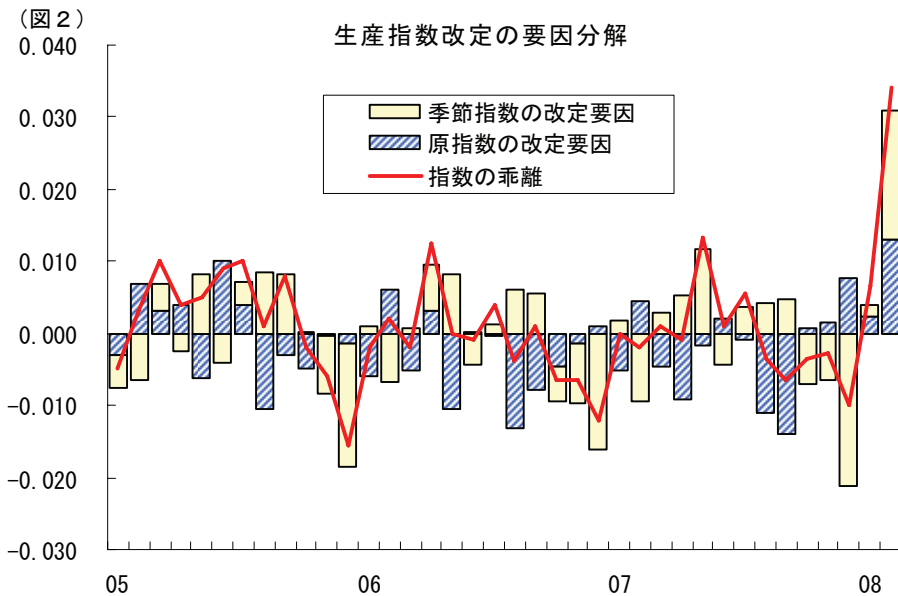
1-3月期については、輸出の堅調な推移等を受けてGDPが当初予想されていたよりも強めになる可能性が高まっている一方、旧基準ベースの生産では大幅な減産が予想されており、GDPと鉱工業生産の乖離が著しかった。今回の改定に伴って1-3月期の生産が横ばい程度に上方修正されることで、両者の乖離はかなり縮まることになる（まだ乖離は大きい）。

最終需要に落ち込みが見られないなかで大幅減産となることには個人的にやや違和感があったため、改定後の数字の方が筆者のイメージには合う。米国景気減速等を受けて、企業が先行きの動向に慎重になっており、予防的に生産を抑制する状況が続くと思われるため、鉱工業生産は当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、なんとか減少局面入りは回避できるのではないかと。

（図1） 新基準と旧基準の比較（鉱工業生産、季調値）



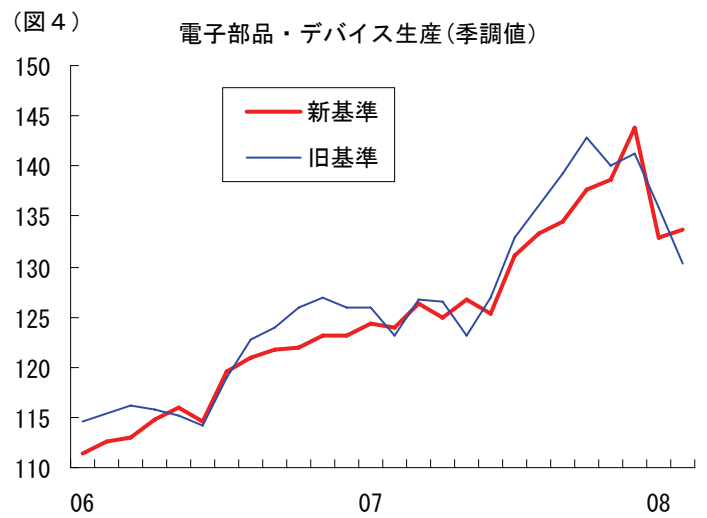
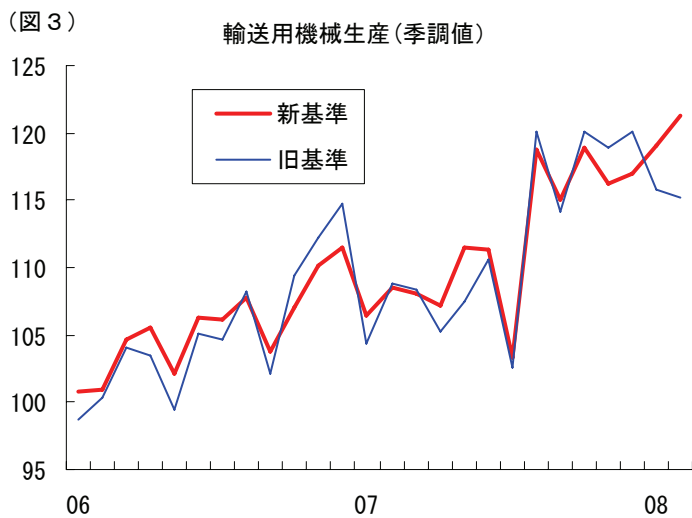
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



※対数変換している
 08年2月分の原指数改定要因には、基準改定の影響のほか、速報から確報にかけての改定の影響も含んでいる。

(注) 要因分解は以下の通り

$$\begin{aligned}
 & \text{LN(新季節調整値)} - \text{LN(旧季節調整値)} \\
 &= \text{LN(新原数値} / \text{新季節指数)} - \text{LN(旧原数値} / \text{旧季節指数)} \\
 &= \text{LN(新原数値)} - \text{LN(新季節指数)} - \text{LN(旧原数値)} + \text{LN(旧季節指数)} \\
 &= \{ \text{LN(新原数値)} - \text{LN(旧原数値)} \} + \{ \text{LN(旧季節指数)} - \text{LN(新季節指数)} \}
 \end{aligned}$$



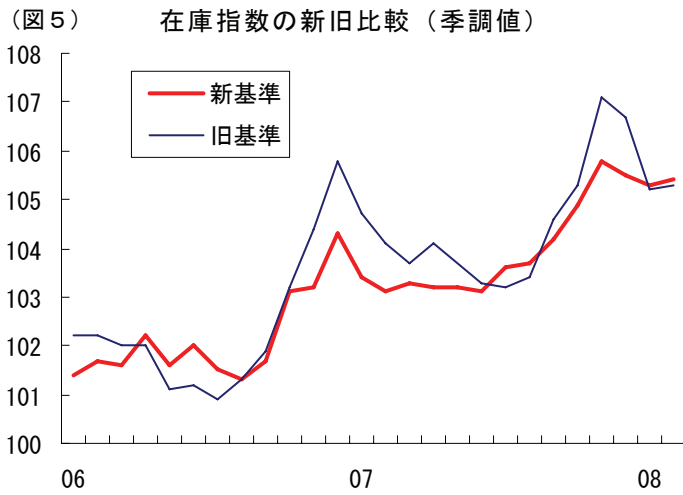


図6 新基準と旧基準の比較(前月比)

		生産		出荷		在庫		在庫率	
		新	旧	新	旧	新	旧	新	旧
07	1	▲ 1.1	▲ 2.3	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 2.1
	2	0.6	0.7	0.2	0.0	▲ 0.3	▲ 0.6	0.3	1.0
	3	0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 1.1	0.2	▲ 0.4	1.4	1.4
	4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.5	1.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.1	0.0
	5	1.1	▲ 0.3	0.8	0.2	0.0	▲ 0.4	▲ 1.8	▲ 3.1
	6	0.1	1.3	0.4	1.1	▲ 0.1	▲ 0.3	2.0	2.7
	7	0.1	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 1.2	0.5	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 1.4
	8	2.5	3.5	3.1	4.9	0.1	0.2	▲ 0.4	▲ 0.9
	9	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 2.0	0.5	1.1	3.9	5.7
	10	1.9	1.7	1.6	2.4	0.7	0.6	▲ 4.2	▲ 5.4
	11	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 1.7	0.9	1.7	2.0	2.7
	12	0.6	1.4	1.4	1.6	▲ 0.3	▲ 0.4	0.2	1.4
08	1	▲ 0.5	▲ 2.2	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 3.9
	2	1.6	▲ 1.2	1.2	▲ 2.6	0.1	0.1	▲ 1.4	▲ 1.4