

**テーマ：リバウンド局面は終息に向かい、回復モメンタムは鈍化へ
～季節調整の歪みを是正すれば、生産は6月にほぼ震災前水準を回復～**

発表日：2011年8月19日（金）

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

要旨

- 6月の鉱工業生産は震災前の2月を5%以上下回っている。震災前の水準を回復するのは9～11月頃が予想される。だが、現行の季節調整ではリーマンショック時の異常値が調整されておらず、季節調整に歪みが生じている。
- リーマンショック時の異常値を調整した場合には、2011年6月の水準は震災前の水準をほぼ回復していたことになる。また、7月には2月を上回る可能性が高い。季節調整の歪みを是正した場合、現行の公表値と比べて、震災前の水準を回復するタイミングが2～3ヶ月早まることになる。
- 実際の生産が6～7月にほぼ震災前の水準を回復していたということは、震災後の急激な落ち込みからのリバウンド余地が既に残り少なくなっていることを意味する。足元の急回復は持続せず、今後は徐々に回復ペースが鈍化していく可能性が高い。
- 大震災による急激な落ち込みとその後のリバウンドが、今後の季節調整を歪める可能性がある。来年の季節調整替えのタイミングで再びこの問題がクローズアップされるだろう。

○ 季節調整の歪みを是正すれば、生産水準は6月時点で震災前の水準をほぼ取り戻している

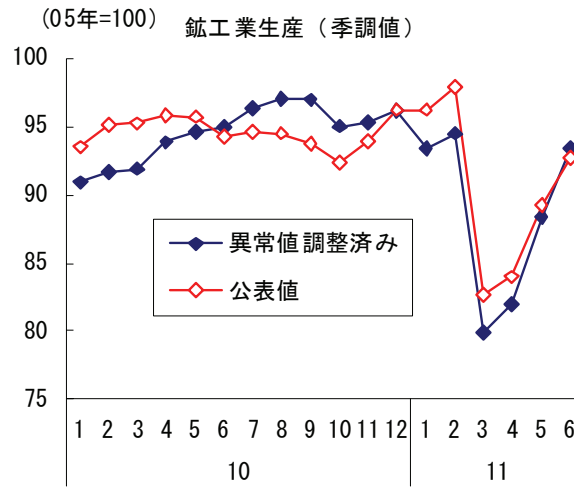
6月の鉱工業生産指数は前月比+3.8%と、5月の同+6.2%に続いて高い伸びとなったが、指数の水準は92.6にとどまり、震災直前である2011年2月の97.9を5%以上下回っている。また、7、8月の製造工業生産予測指数の伸び（7月：前月比+2.2%、8月：同+2.0%）で単純に延長した場合でも8月の水準は2月に届かない。これを見る限り、生産指数が震災前の水準を上回るのは9～11月辺りになる可能性が高そうだ。

ただ、これを額面どおり受け取って良いかという点には疑問の余地がある。以前から指摘しているように¹、現在の鉱工業生産指数の季節調整では、リーマンショック時の急激な落ち込みに対して異常値の調整を行っていないため、落ち込みが「季節性による悪化」と誤って認識され、数値に歪みが生じていると考えられるためである。

そこで、この異常値を調整して改めて季節調整をかけ直した（次項グラフ）。これを見ると、現行の公表値において2月の水準が過大評価されていたのが是正された結果、調整後の系列では、2011年6月の水準は2月を1%程度下回るにとどまっており、震災前の水準をほぼ回復していたということになる。また、7月には2月を上回る可能性が高いだろう。

このように、季節調整の歪みを是正した場合、現行の公表値と比べて、震災前の水準を回復するタイミングが2～3ヶ月早まることになる。企業が発信しているコメントや報道等から判断する限り、こちらの方が、現行系列（9～11月に回復）よりも実感に近いのではないだろうか。

¹ 詳しくは、Economic Trends「景気判断を難しくする『季節調整の歪み』」（2010年4月9日発行）等をご参照ください。



(出所)経済産業省「鋳工業指数」より試算
(注)リーマンショック時について異常値を調整した

○ 生産のリバウンド余地は小さい。先行きは伸び鈍化へ

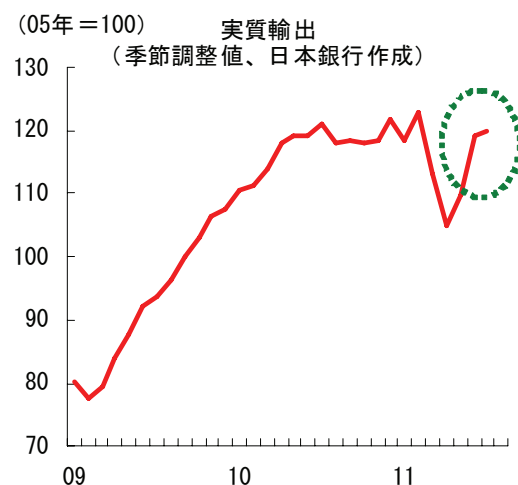
実際の生産が、6～7月にはほぼ震災前の水準を回復していたということは、サプライチェーンの早期復旧により予想以上のスピードで生産が持ち直したことを意味しており、非常に喜ばしいことである。もっともこのことは、震災後の急激な落ち込みからのリバウンド余地が既に残り少なくなっていることも同時に意味している。

これまでの生産の回復はあくまで供給制約の緩和によってもたらされてきたものであるため、供給制約が完全に解消されてしまえば、落ち込みからのリバウンド局面は終息に向かうとみられ、次第に需要に見合った程度の伸びに戻っていくだろう。結果として、これまでみられた急回復は持続せず、徐々に回復ペースが鈍化していくと予想される。

その兆候は他の経済指標でも既に確認できる。乗用車販売台数は3、4月に急減した後、5、6月に急回復してきたが、7月には季節調整済み前月比で▲0.6%となっており、改善が一服する形になっている（季節調整は筆者）。また、7月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲3.3%となり、6月の同▲1.6%から減少幅が拡大し、日本銀行が試算している実質輸出も季節調整済み前月比+0.3%とほぼ横ばいにとどまった。実質輸出は5月（同+4.6%）、6月（同+8.6%）に急増していただけに、改善ペースの急速な鈍化が目立つ。どちらの指標も6月時点で震災前の水準に近づいていただけに、リバウンド局面が終わりに近づきつつあるのかもしれない。



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会
(注) 季節調整は第一生命経済研究所



(出所)日本銀行「実質輸出入」

○ 海外需要の下振れが懸念材料

リバウンド局面が終わってしまえば、今後重要になってくるのが需要の動向なのだが、その需要自体が心もとない。特に輸出については、海外経済の下振れリスクの増大に加え、円高の進行もあって、先行き不透明感が急速に強まっている。また、足元好調な個人消費についても、回復の持続性には疑問符が付く。こうした状況を考えると、先行きの生産動向は決して楽観できないだろう。

なお、自動車については、震災前の水準を回復した後についても、震災後の落ち込みを取り戻すための増産を行う計画となっているため、自動車生産の増加が今後の生産を下支えすると見込まれる。そのため、鉱工業生産が失速するとまでは見ていないが、少なくとも鉱工業生産の回復ペースについては大幅に鈍化する可能性が高いだろう。

○ 7-9月期は高成長だが、月次で見れば伸び鈍化

8月15日に公表された4-6月期のGDPは前期比年率▲1.3%とマイナス成長だったが、7-9月期については高成長がコンセンサスになっている。だがこれは、4-6月期、7-9月期いずれもゲタの要因が大きく、月次統計から見るとかなり様相が異なる。4-6月期については「4-6月は前月比で持ち直していたにもかかわらず四半期ではマイナス成長」だったが、7-9月期は「四半期で見ると高成長だが、月次では伸びが鈍化」となる可能性が高いだろう。4-6月期のマイナス成長を強調すべきではないのと同様、7-9月期の高成長についてもある程度割り引いて見る必要があると思われる。

○ 震災が季節調整を歪める

本稿の冒頭で、リーマンショック時の異常値が季節調整を歪めていることについて述べたが、今後問題になってくると思われるのが、2011年3月の大震災である。3月の急激な落ち込みとその後の急速な持ち直しは、今後の季節調整を歪める可能性が高い²。実際、毎月直近まで季節調整をかけなおした値が公表されている貿易統計では、輸出と貿易収支の季節調整値が震災後にかなり不安定になっていることが確認できる。なお、GDP統計についても毎回季節調整はかけなおされるが、今回は特に異常値調整は行われなかった³。

鉱工業生産など多くの統計では、予定季節指数を用いて足元の数字は計算されているため、今のところ震災が季節調整に与える影響については大きな問題になっていない。だが、来年行われる季節調整替えのタイミングでは、こうした問題がクローズアップされてくるだろう。現在、リーマンショック時の異常値処理について、統計によって処理が異なっており、ユーザーにとって分かりにくい状態になっているが、今後は省庁間で連携を取り、季節調整問題について検討を進めて行く必要があると思われる。

² 震災の落ち込みが季節性と誤認される結果、3月の数値が高めに出やすくなる。一方、5、6月については低めに出やすくなるだろう。

³ 3、4月の落ち込みの後、急速に持ち直したため、四半期で見ると異常値調整を行うほどの状況にはならなかったという面もあるのだろう。実際、リーマンショック時と比べると、輸出の落ち込み幅はかなり小さい。今後の検討が待たれるところだ。