

論点1: 生産回復の時期はいつ頃か ～「震災からの脱却」シリーズ～

発表日：2011年5月12日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

震災は、製造業のサプライチェーン・マネージメントを脅かした。3月の鉱工業生産統計では、前月比▲15%と大きな落ち込みになった。しかし、生産予測指数では、3月がボトムになって夏場にかけて生産水準が回復していくような見通しになっている。この数字を信じて4・5月の生産ペースを延長すると、夏場の節電効果も加味して、9～10月というタイミングで生産水準はおおむね正常化することが展望できそうだ。生産水準が正常な範囲に戻っていく過程では、節電の悪影響や需要減退、海外経済の動向などの不安要因にも注意を払う必要がある。

復旧が進むサプライチェーン

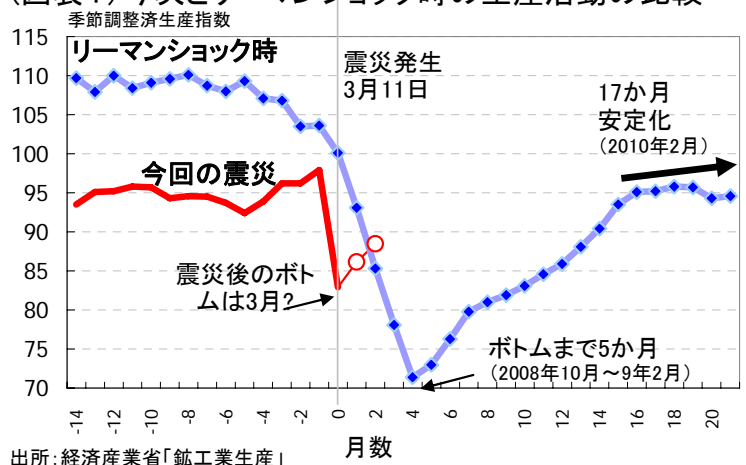
震災が生産活動を直撃し、一時は製造業の稼働状況が大きく落ちた。その動きも、5月の連休明け後に少しずつ正常化に動き出しているようだ。自動車・電機メーカーでは、ここきて以前に発表していた生産水準の回復の目途を前倒しする報道が散見される。

これまでの経過と当面の生産動向のイメージは、次のようなかたちになるだろう。(1)震災直後の3・4月は生産設備の毀損や部品供給の停止によって、多くの企業は手元の原材料・部品在庫取り崩しの範囲での生産活動を余儀なくされた。(2)それが、4・5月になって被災地周辺の工場も再開に漕ぎ着けることができるようになった。現時点では、制約された部品供給を他地域で代替しながら、生産水準を震災前に戻そうとする途上にある。(3)先行きは、夏場に予想される節電対応を念頭に置くと、真夏の気温や電力制約の予想ははっきりしない限り、生産水準を復元する予定を立てられない面がある。すでに企業の中には、夏場の節電が厳しくなりそうになるのを見越して、6月以前に在庫を積み上げて、7～9月は生産抑制・在庫取り崩しで臨もうという企業もあるようだ。(4)その後、秋口からの内外需要が堅調であれば、10月以降の生産は在庫復元作用も加わって水準が持ち上がるという見方ができる。定性的に言えば、夏場の節電が一段落した段階、つまり秋口以降に生産水準が正常化するとみることができる。

リーマンショックとの比較

次に、実際の計数データに基づいて、生産の正常化の目途を考えてみたい。過去、日本の生産活動が極めて大きく落ち込んだ経験は、2008年9月のリーマンショックの時である(図表1)。このときは、直前のピーク(2008年5月)よりもボトムを迎えた水準は▲35%もの下落(2009年2月)になった。原因は、世界的に貿易取引がストップして、輸出企業が猛烈な在庫縮減に走ったことがある。半面、在庫調整が終了して2009年3月から5月までは大きな反動増をみた。生産回復が続い

(図表1) 今次とリーマンショック時の生産活動の比較



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。見通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。

て、拡大ペースが安定化したのは、ボトムアウトしてから12か月を経過した2010年2月となっている。下落開始から復元までを併せると、リーマンショックの発生から17か月を要したという計算になる。

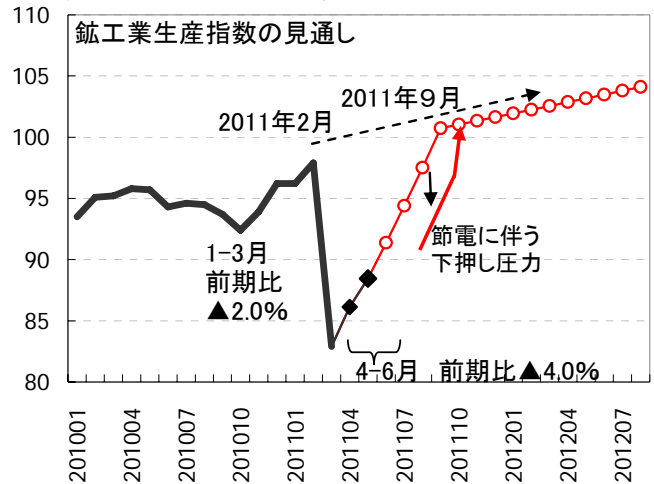
これと比較すると、東日本大震災に伴う落ち込みは相対的に小さい。震災直後の2011年3月は、上昇していた前月(2月)からはさすがに▲15.3%と大きく落ち込んだ。もっとも、鉱工業生産統計の中の4・5月の生産予測指数によれば、4月の前月比は+3.9%、5月は同+2.7%と2か月連続のプラスになっている。つまり、2011年3月にボトム※ということになる。リーマンショックのピーク・ボトムの落差▲35%に対して、今回は▲15%と約半分以下(44%)の大きさになる。

※ 貿易統計では、4月上旬の前年比が▲19.4%、上中旬が▲12.7%と落ち込みが大きい。3月がボトムで、4月にピックアップするかどうか、まだ不確実性などところがある。

企業収益・雇用に対する悪影響については、落ち込みがどのくらい期間で継続するかという点を勘案しなくてはならないが、リーマンショックのときの17か月(ボトムからは12か月)ほどは安定化までの時間は長くないと予想される。

具体的に4・5月の生産予測指数のトレンドを伸ばして考えると、2月以前の生産水準に戻るのは2011年9月という計算になる(図表2)。節電対応が7~9月中は続くと考え、9月はやや早すぎるので、9~10月というタイミングが生産水準の元に戻る目途になるだろう。今回は、リーマンショックの17か月に対して、約6か月の調整期間ということになる。この回復ペースを四半期ごとにみれば、1~3月は前期比▲2.0%(実績)、4~6月は前期比▲4.0%、7~9月は同10.0%という予想ペースになる。

(図表2) 予測指数を延長した生産復元の見通し



なお、別の視点として、企業アンケートでは、復旧までの時間はどれくらいと予想されているかを参照しておこう。経済産業省が4月8~15日の調査期間を対象に調べた「東日本大震災後の産業実態緊急調査」によれば、①被災地の生産拠点の復旧は、震災後約1か月で64%の製造業が「復旧済み」としており、夏までに26%、6か月~1年以内が3%、残り7%はわからないとしている(1年以上はゼロ%)。また、②サプライチェーンの復旧を見越して、いつ原材料・部品・部材の調達不足が解消するかを問うと、素材・加工業種平均で「調達済み」は7%、7月までが40%、10月までが77%、それ以降が4%となっている。8割方が秋までという予想である。この結果は、鉱工業生産の4・5月の予測指数を延長してイメージした復旧のパスともおおむね整合的である。

素材・加工業種ごとの影響

素材・加工業種ごとに復旧のパスを考えると、どうなるのだろうか。鉱工業生産の予測指数に基づいて、素材・加工業種ごとに区分し直して4・5月の前月比の伸び率を計算すると、素材業種4月▲1.7%、5月+4.0%、加工業種4月+5.7%、5月+3.8%となっている。素材がやや遅れ気味になっているのは、化学・鉄鋼・紙パが4月予想で前月比マイナスになっていることが大きい。これはサプライチェーンの障害もあるが、震災前からエコカー減税終了に伴う自動車の減産が響いていた効果もあるのではないかと。

この予測指数に関して注意したいのは、加工業種の回復の方が早いとみてよいかどうかである。一般的に、サプライチェーンの毀損によって悪影響が及びやすいのは、川上よりも川下の産業だと考えられている。素材よりも加

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。見通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。

工業種の方が悪影響は長引きそうだと考えられている。前掲の経済産業省「東日本大震災後の産業実態緊急調査」では、原材料・部品・部材の調達不足が解消するかという回答は、素材業種で7月までが54%、10月までが85%であり、加工業種の7月までが29%、10月までが71%という目途よりもいづれも早い。生産予測指数では、加工業種の生産回復の方が足元では早くなっているものの、そのペースが6月以降も継続するのかどうかはやや割り引いてみた方がよいだろう。むしろ、予測指数では、素材業種の回復が過小評価されている印象がある。この点は、4月以降の鉱工業生産統計で、生産予測指数がどう推移するかを見極めてみたい。

トレンドは米国経済次第

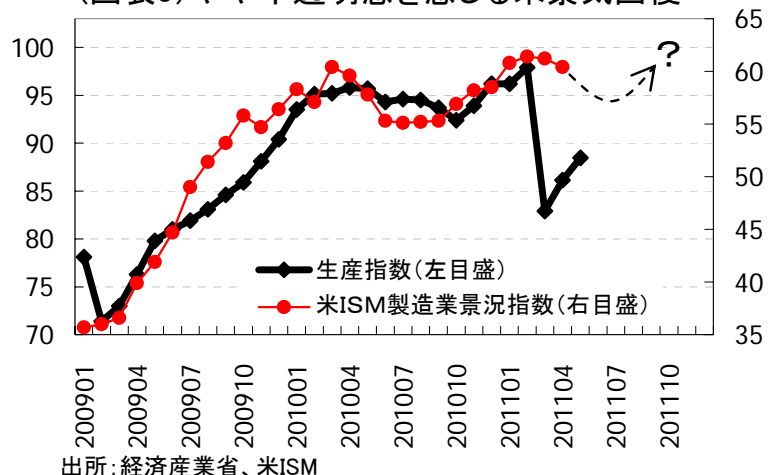
ここまでの議論は、実体経済の改善が、トレンドに戻るという暗黙の前提に基づいていた。しかし、これからトレンド自体が下方屈折するならば、トレンド回帰の前提は崩れてしまう。

注意すべき点は2つある。ひとつは、製造業の供給体制が復旧を急いでいる間、企業収益悪化・雇用調整圧力が総需要自体を下押しして、それが製造業の売上減少につながるリスクである。供給制約が、需要悪化への波及するネガティブ・フィードバックの作用とも言える。そこには過度に節電活動を行なってしまふ影響も加わるだろう。おそらく、この作用が表面化してくるのは、節電が一段落した後の秋口となるだろう。秋口というタイミングは、そうした需要減の作用が自律的に働く一方、景気対策の本格化によって需要が押し上げられる効果もある。現時点で、需要減と需要増を差し引いてどう読むかは、難しいところだ。製造業の生産水準が9～10月には復元するというメインシナリオについては、そうした視点をもっていづれも幅をもってみた方がよい。

もうひとつ、重要なのはトレンド自体が変化するリスクである。海外経済はやや不透明感が感じられるようになっている。具体的には、海外長期金利の低下とマインド指標の停滞である。長期金利は、実体経済の趨勢を映す鏡のようなところがある。目下、原油や貴金属などの市況はいづれも高価格が調整される局面を迎えている。これはインフレ要因の後退であり、長期金利を低下させる。ただし、金融面における投機的動きが一般化する半面、FRBとECBはここにきてハト派的な動きをみせている。普通に考えると、欧米中央銀行が緩和の延長に動けば、商品市況には上昇要因になるはずだが、今般はそうなっていない。長期金利低下の説明としては、欧州のソブリンリスクの再燃で質への逃避が起こっているという見方もある。様々な要因をまだ整理できていないが、商品市況が軟調になっていることから、金融面だけの調整とは言い切れないだろう。

また、気になるマインド指標として、米ISM製造業景況指数がある。ISM指数は、3・4月とそれまでの上昇ペースが鈍ってきている。ISM指数は、日本企業のアジア輸出の伸び率と関連性が深い。日本の生産水準のトレンドも、やはりISM指数との関連がある(図表3)。直近のISM指数の足踏みは、アジア輸出の鈍化にもつながりかねない点で、当面の動向に注意したい。筆者は、2011年は基本的に世界経済が拡大していく傾向には変化はないとみているが、その勢いに関しては多少のスピード調整や振幅がみられるように思う。米景気トレンドは、ここ数か月の勢いがそのまま秋口まで継続できるかどうか、注意しながら見守ってきたい。

(図表3) やや不透明感を感じる米景気回復



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。