

生産調整についての経験則

発表日：2011年9月20日（火）

～2011年度下期にかけての調整圧力～

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

現在の金融不安は、同時に進んでいる世界的な景気減速懸念とタイミングが重なっているところがまずい。OECD 景気先行指数では、アジア諸国の悪化が進んでおり、日本の電子部品デバイスも調整色を深めている。こうした悪化の動きは2011年度下期にかけて顕在化していくとみられる。一方、2012年前半には、経験則として「五輪サイクル」や「大統領選挙サイクル」の押し上げ局面に入る効果が期待される。

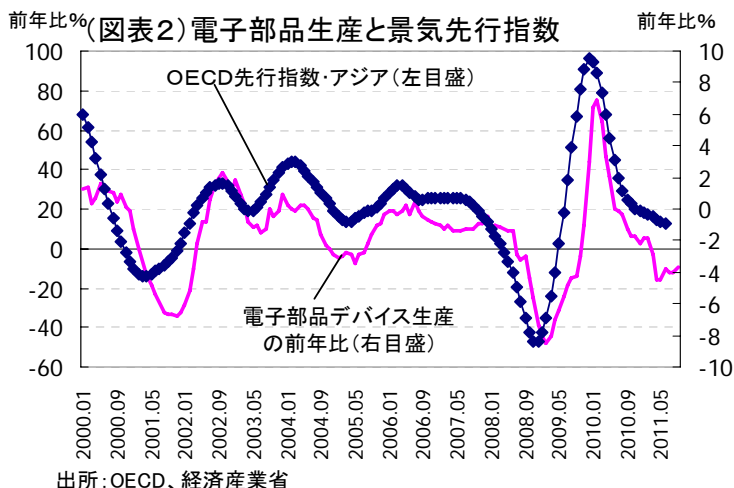
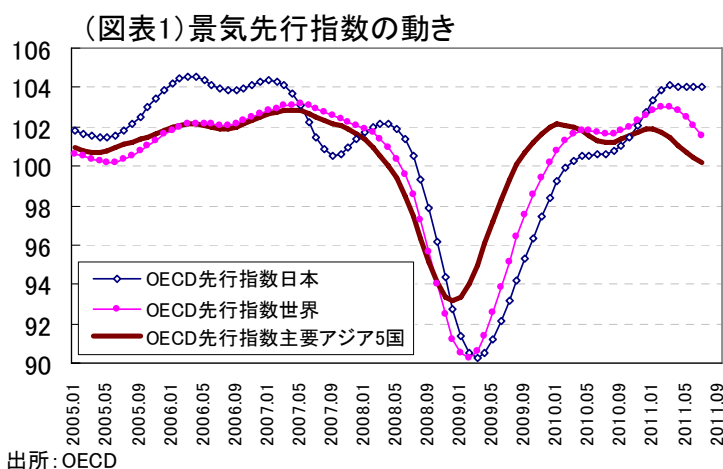
下方を向く先行指標

金融市場では、依然として欧州のソブリン・リスクがきな臭さを漂わせている。このリスクと同時並行して、世界経済は減速に向かっている。本稿では、世界の景気減速の兆候とその先の展開について考えていきたい。

実体経済の鈍化傾向についてわかりやすいのは、OECD 景気先行指数の動きである。そのデータは、数か月について景気拡大局面の動きがダウントレンドに変わったようにみえる（図表1）。特に、アジア主要5か国（日本、韓国、中国、インド、インドネシア）の先行指数は、1月にピークを付けてから7月まで約半年が経過している。日本で震災が起こった時期にはすでに、韓国、インドなどの国々で景気がちょうど転換点に変化する地点だったことになる。

一方、内閣府が発表する景気動向指数だけをみていると、一致CIは7月までのところまだ堅調であり、先行CIは改善し続けている。実は、OECD 先行指数でも、日本の指数は鈍化傾向が明確にはなっていない。この現象は、日本の先行指数が単にアジアに遅れて動いているだけで、楽観してはいけないと読むべきなのだろう。

日本の生産統計では、すでにアジアの景気が循環的な減速局面に入っていることの影響は表れているとみられる。鉱工業生産の中の電子部品デバイスの部分に注目すると、減速の動きは先取りされている、電子部品デバイスの生産・前年比は、OECD 先行指数のアジア5か国のデータと連動した動きになっている（図表2）。

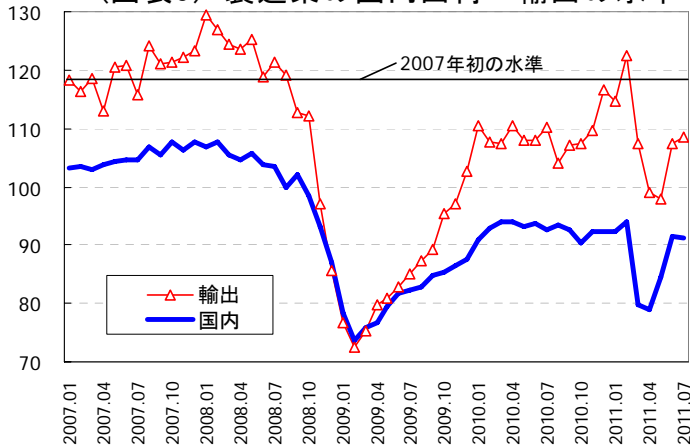


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

焦点は電子部品デバイス

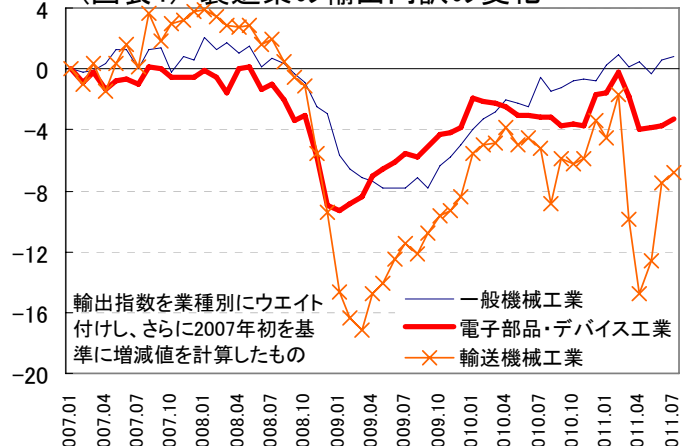
日本の生産・出荷が輸出からにどのような影響を与えているかを定量的に知るには、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」を利用して輸出の寄与度を調べるのが有用だ。東日本大震災に前後して、製造業の輸出が減少したのは主に、輸送機械と電子部品デバイスの要因によるものだということがわかる（図表3、4）。一方、7月までの動きをみる限り、そのほかで一般機械は絶好調であり、電気機械、情報通信機械、精密機械も高原状態を維持している。震災の影響を受けているのは輸送機械が中心で、電子部品デバイスはアジア向けの低調さに連動しているとみられる。今後、生産面での減速懸念は、アジア向けの電子部品需要の弱さがどこまで深まるのかに依存していると考えられる。

季節調整値 (図表3) 製造業の国内出荷・輸出の水準



出所: 経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

(図表4) 製造業の輸出内訳の変化

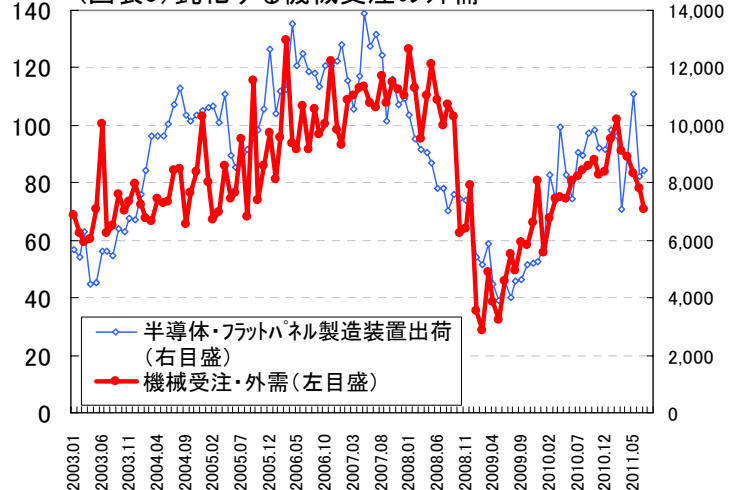


出所: 経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

こうした結果から予想されるのは、過去の多くの局面でそうであったように、今回もハイテク分野の循環的動きに強く影響を受けて、今後の生産動向は低調さを強めていくということである。

輸出以外にも、アジア全体の景気動向に飲み込まれて、これからは悪化方向に動かされる可能性を示唆するデータはある。すなわち、内閣府の機械受注統計の外需・受注高に注目すると、すでに2月にピークアウトして、現在まで減少傾向を辿っている（図表5）。これはアジア諸国において半導体生産を増やそうとする投資意欲が鈍化していることを反映している。

(図表5) 鈍化する機械受注の外需



出所: 内閣府、経済産業省

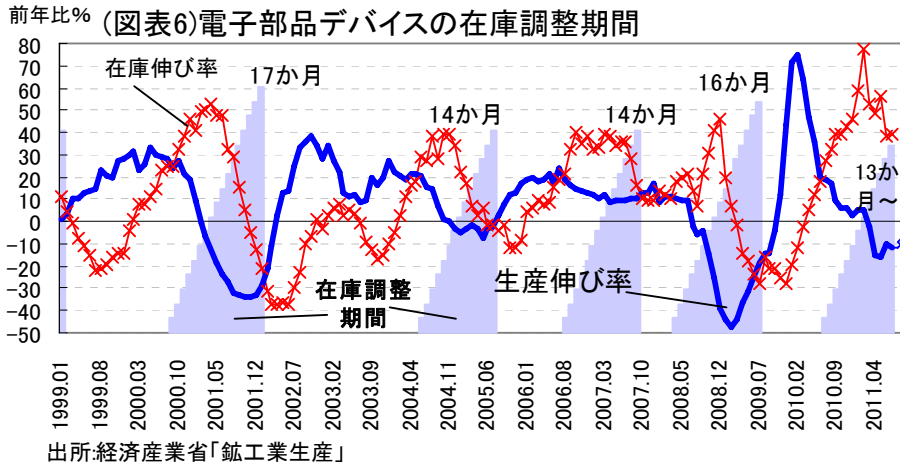
先行きについての見方

目下、予想される生産調整の見通しについて、多くの読者が思うのは、「その先でいつになれば循環的な悪化局面を抜け出せそうなのか」という見通しだろう。そこで、ひとつの見解を申し述べると、過去の局面では、在庫の前年比を出荷の前年比が上回るような状態になったとき、在庫調整局面が終わってマクロでも景気拡大期に移行している。電子部品デバイスの在庫・出荷バランスが在庫超過になっている期間をみると、平均15か月の在庫調整期間を要している（図表6）。今回は、すでに13か月が経過しているので、かなり在庫調

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。

整が長引いているとみられる。

さらに、在庫調整局面に入ってから、在庫と出荷のギャップがピークアウトしてからどのくらいの期間で在庫調整が終了するのかを調べると、平均6か月を要している。この経験則が成り立つのならば、2011年5月がピークになって、11月に調整が終了する目途になる。当面、電子部品の調整は続くだろうが、2012年前半のどこかでハイテク需要は立ち上がってくることが期待される。

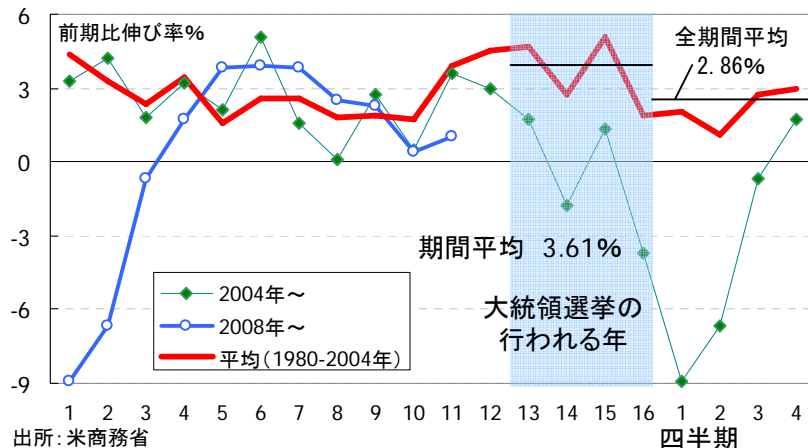


世界的にハイテク需要が盛り上がることの期待感は、2012年7・8月に開催されるロンドン五輪による効果に拠るものもある。過去に五輪開催があった年は、その前年末くらいから電子部品の需要拡大が起こってきている。2008年の北京五輪は、世界的なハイテク需要の拡大幅は小さかったが、アジアではなく欧米で開催される五輪ではもっと大きな拡大が見込まれるかもしれない。日本の生産全体の調整も、電子部品デバイスの在庫調整が完了すると、少しタイムラグを置いて立ち上がってくると予想される。そうした意味で足元の調整局面は比較的小規模なものに止まり、2012年前半は緩やかな景気拡大になると期待できる。

もうひとつ、ハイテク循環に類似した経験則に「大統領選挙サイクル」がある。このサイクルは、ドル円レートの変動について言われることもあるが、景気循環について語られることもある。米国の実質GDPの前年比年率のデータを4年毎に並べてその平均値を計算すると、大統領選挙が行われる年には成長率がいくらか嵩上げされる現象が確認される(図表7)。これは、歴代大統領が自分(自党)の選挙がある年に向けて、熱心に景気対策・失業対策を打つので、他の年よりも成長率が高まるという背景があるものと考えられる。

2011~2012年に限っては、この大統領選挙の年の経済政策効果がどこまで妥当するのかわからないが、過去の経験則から言えば、大統領が熱心に政策運営に臨む効果がプラスに寄与している。

(図表7) 米大統領選挙が行われるタイミングでの成長



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を負いません。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。