

2019年3月29日 全7頁

Indicators Update

2019年2月鉱工業生産

1月急落からの回復は限定的。1-3月期の生産は前期比マイナスの公算

経済調査部

研究員 廣野 洋太

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2月の生産指数は前月比+1.4%と4ヶ月ぶりに上昇し、コンセンサス通りの着地となった。外需は春節等の反動で2月の輸出数量が大幅増であったが、生産指数の回復は限定的であり、内需が力強さを欠いたようだ。先行きを製造工業生産予測調査で見ると、3月：同+1.3%、4月：同+1.1%である。3月の予測値を用いて1-3月期の生産指数を試算すると前期比▲2.5%となり、1月の急落を2、3月では挽回できない見込みだ。また、生産計画のバイアスを補正した3月の先行き試算値（最頻値）は前月比+0.4%であり、先行きの基調は強くはない。
- 出荷指数と在庫指数を見ると、出荷指数が前月比+1.8%と大幅に上昇した一方、在庫指数は同+0.5%と小幅な上昇にとどまった。ただし1、2月の数字は春節によって攪乱される点に注意が必要である。そこで1、2月を平均すると出荷指数：2018年12月比▲2.5%、在庫指数：同▲1.1%である。出荷が想定よりも伸び悩んでいることから、在庫の削減が思うように進んでいない可能性がある。
- 業種別では、自動車工業や生産用機械工業などが上昇した。品目別では普通乗用車、半導体製造装置等が上昇に寄与した。自動車工業は一部メーカーの生産停止などの影響で1月に急落したが、2月は反発した。基調としては2018年半ばから上昇傾向である。自動車の在庫調整は終了し、足下では生産増の局面に入っているようだ。生産用機械工業は高水準だが、1月急落からの回復は弱い。機械受注統計ではピークアウト感が見られ、牽引役であった半導体等製造装置の輸出も弱いため先行きには注意が必要である。

図表1：鉱工業生産の概況（季節調整済み前月比、%）

	2018年									2019年	
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
鉱工業生産	▲0.6	▲1.3	▲0.4	+0.3	▲0.4	+2.9	▲1.0	▲0.1	▲3.4	+1.4	
コンセンサス										+1.4	
DIR予想										+1.0	
出荷	▲2.1	+0.6	▲2.1	+1.8	▲2.0	+3.5	▲1.2	0.0	▲3.4	+1.8	
在庫	0.0	▲1.7	+0.2	▲0.2	+1.2	▲1.3	+0.1	+1.7	▲1.4	+0.5	
在庫率	+2.4	▲1.1	+1.6	▲2.9	+2.4	▲0.5	▲2.2	+5.1	▲1.1	▲0.2	

(注) コンセンサスはBloomberg。

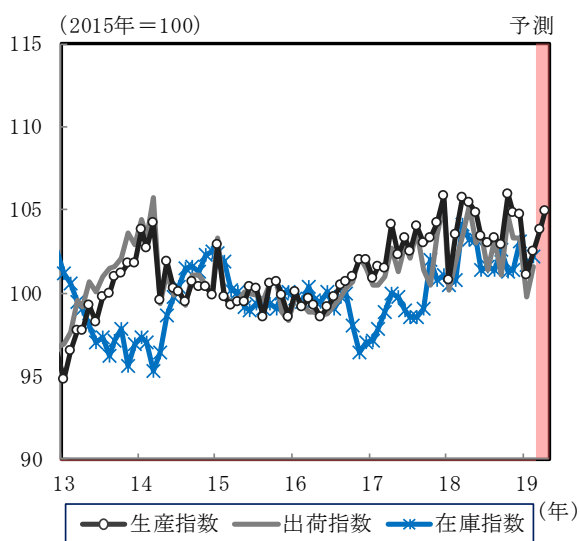
(出所) Bloomberg、経済産業省統計より大和総研作成

外需は春節などの反動で大幅増。内需は引き続き力強さを欠く

2月の生産指数は前月比+1.4%と4ヶ月ぶりに上昇し、コンセンサス通りの着地となった。外需は春節等の反動で2月の輸出数量が大幅増であったが、生産指数の回復は限定的であり、内需が力強さを欠いたようだ。先行きを製造工業生産予測調査で見ると、3月：同+1.3%、4月：同+1.1%である。3月の予測値を用いて1-3月期の生産指数を試算すると前期比▲2.5%となり、1月の急落を2、3月では挽回できない見込みだ。また、生産計画のバイアスを補正した3月の先行き試算値（最頻値）は前月比+0.4%であり、先行きの基調は強くはない。

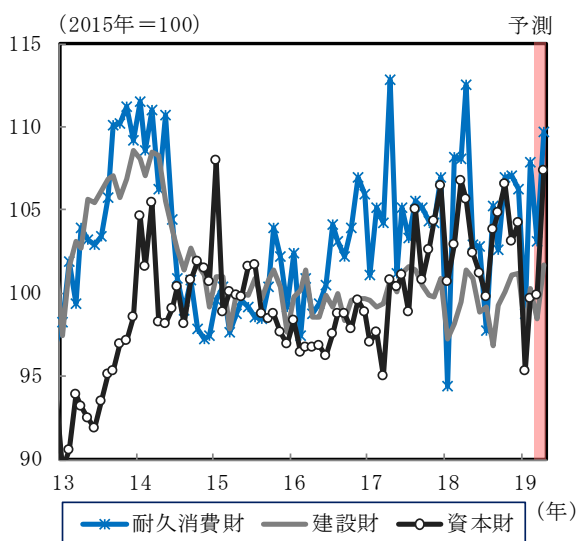
出荷指数と在庫指数を見ると、出荷指数が前月比+1.8%と大幅に上昇した一方、在庫指数は同+0.5%と小幅な上昇にとどまった。ただし1、2月の数字は春節によって攪乱される点に注意が必要である。そこで1、2月を平均すると出荷指数：2018年12月比▲2.5%、在庫指数：同▲1.1%である。出荷が想定よりも伸び悩んでいることから、在庫の削減が思うように進んでいない可能性がある。

図表2：生産・出荷・在庫



(注) 生産指数の直近2ヶ月の値は、製造工業生産予測調査。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表3：生産指数の財別内訳



(注) 直近2ヶ月の値は、製造工業生産予測調査。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

自動車工業や生産用機械工業が生産増

業種別に見ると、自動車工業（前月比+7.5%）や生産用機械工業（同+5.6%）などが全体を押し上げた。なお、生産指数は15業種中10業種で上昇した。

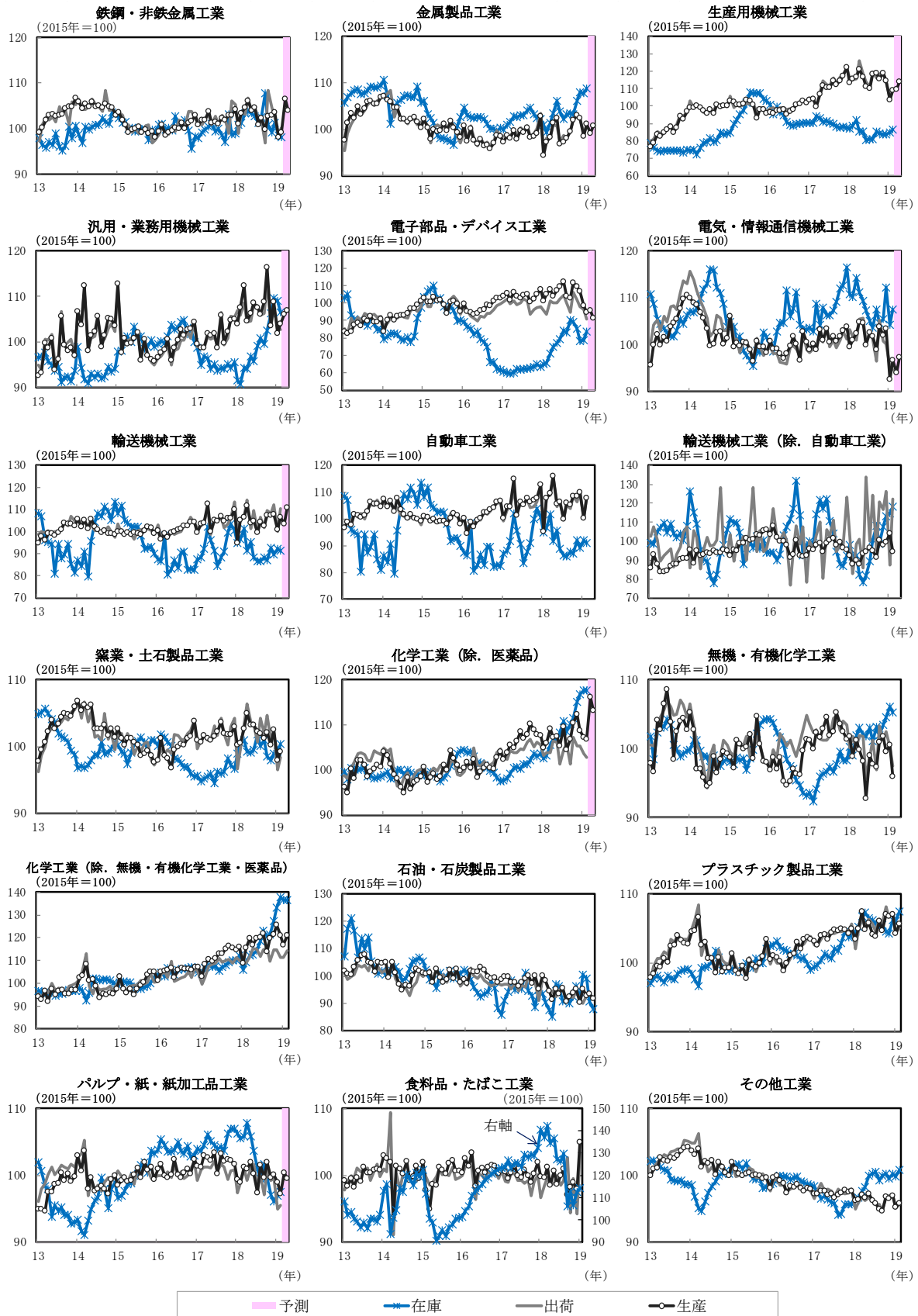
品目別に見ると、自動車工業では、普通乗用車などが上昇に寄与した。自動車工業は一部メーカーの生産停止などの影響で1月に急落したが、2月は反発した。基調としては2018年半ばから上昇傾向である。後述の通り、自動車の在庫調整は比較的順調に進んでいたため、足下では生産増の局面に入っているようだ。

生産用機械工業では、半導体製造装置などが上昇に寄与した。同業種は高水準を維持しているが、1月急落からの回復が弱く減速感が見られる。機械受注統計ではピークアウト感が見られる他、2017年、18年の牽引役であった半導体等製造装置の輸出も弱い。国際半導体製造装置材料協会は、2019年の製造装置の販売額は前年比▲4%と予測しており、先行きには注意が必要である。

一方、全体の低下に寄与したのは、輸送機械工業（除. 自動車工業）（前月比▲9.1%）、無機・有機化学工業（同▲4.5%）であった。輸送機械工業（除. 自動車工業）では、航空機用発動機部品や航空機用機体部品など航空機関連の品目が全体の低下に寄与した。同業種は2018年初頭から上昇傾向を続けて来たが、足下では急落した。堅調な生産の一方で在庫の水準は高く、在庫調整局面に入った可能性がある。

無機・有機化学工業は、ポリエチレンなどの低下が大きかった。同業種は2018年半ばごろから上昇傾向にあったが、足下では急激に低下している。原料プラスチックの輸出が軟調であることから外需の影響を受けているようだ。

図表 4 : 業種別、生産・出荷・在庫



(注1) 生産指数の予測値は、製造工業生産予測調査。化学工業(除.医薬品)の予測数値は、化学工業全体の予測数値を使用。
 (注2) 食品・たばこ工業は速報では公表されないため直近値は前月の確報値。
 (出所) 経済産業省統計より大和総研作成

在庫月数で見た在庫調整は未だ5合目

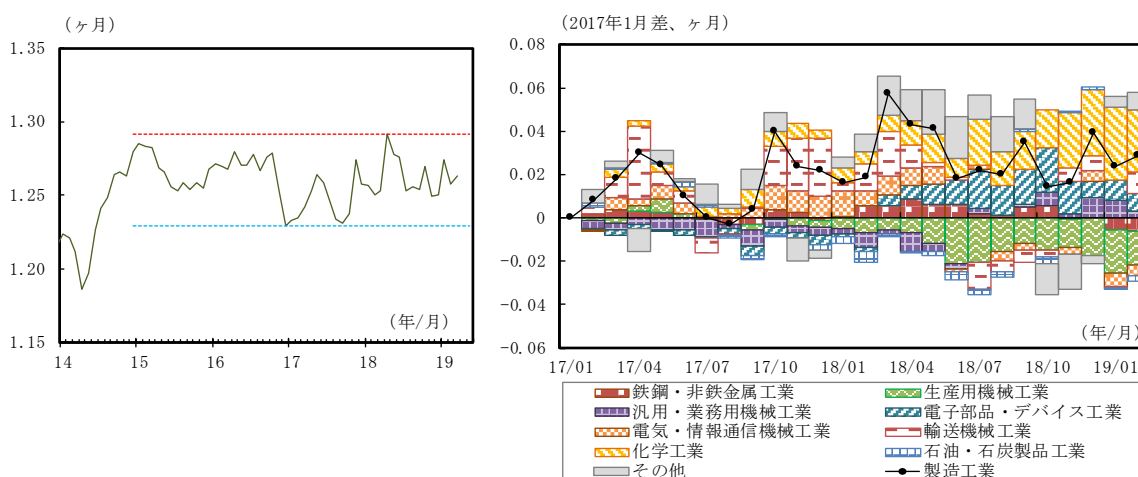
今後の生産を占う上では、在庫調整がどの程度進展しているかを見る必要がある。在庫調整の進捗を見るには在庫循環図が一般的である。しかし、在庫循環図は通常、前年比の数値により描写される。従って在庫水準が大きく切り上がったのち、1年が経過してしまうと、在庫水準自体は高い状態が続いていても伸び率は低下するという留意点がある。

そこで在庫が出荷の何ヶ月分積み上がっているか（在庫月数）を推計したものが**図表5左**である。在庫月数は、2016年の秋ごろにピークをつけた一方、景気回復に伴い2017年頭にかけて急激に減少した。そして2018年半ばには再び在庫月数が増加し、足下にかけては調整局面が継続していることが分かる。

足下の在庫月数は、前回調整局面におけるボトムと直近のピークの間付近に位置していることから、今回の在庫調整は未だ5合目との評価が妥当であろう。2018年は自然災害などの影響で在庫調整が遅れた可能性が高く、残りの半分がどの程度のスピードで調整されるかを判断するのは難しい。しかし過去の推移を見ると、少なくともあと数ヶ月は在庫調整が続く可能性が高い。

次に、在庫月数を業種別に見てみよう。**図表5右**を見ると輸送機械、生産用機械は在庫調整が比較的順調に進んでいたことが分かる。一方、在庫月数の増加要因として効いているのは、主に化学工業である。また寄与度は小さいものの、汎用・業務用機械工業も2018年後半から増加要因となっている。

図表5：製造工業の在庫月数（左）とその要因分解（右）



(注1) 在庫月数 = 実質在庫額（月末残高） / 実質出荷額（月額、12ヶ月後方移動平均）。化学工業の直近値は化学工業（除、医薬品）の伸び率で試算。

(注2) 実質在庫額と実質出荷額は、工業統計調査（2015年）の値を鉱工業指数で延長して計算。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成。

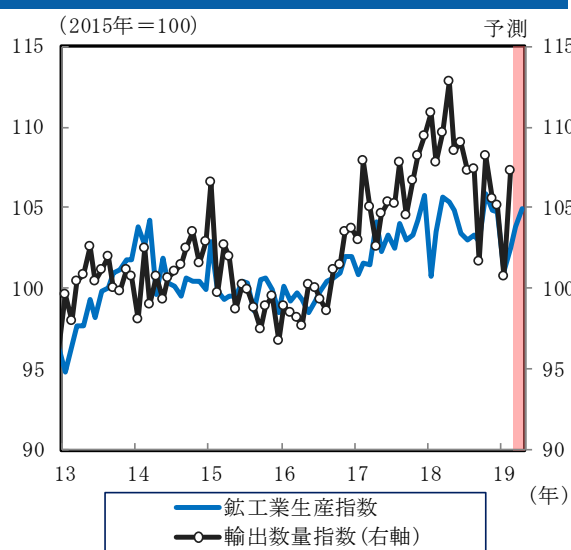
先行きは足踏みが続く

3月以降に関しても、足踏みが続く見込みである。先述の通り、先行きの生産予測指数は力強さに欠ける。さらに、在庫月数で見た在庫調整も未だ5合目であり、当面は調整局面が続く可能性が高い。

国内向けの設備投資については、高水準に積み上がった受注残高をこなすことで底堅い推移を予想する。他方外需は、世界的に減速が見込まれるため緩やかに減少するものの、各国・地域で下支え要因が存在するため減少ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

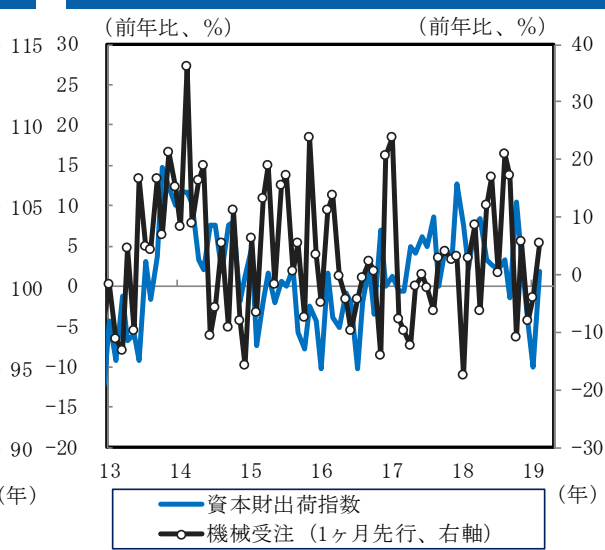
2018年の米国経済は減税効果によって加速していたが、その影響はすでに剥落し始めている。一方でFRBは金融緩和姿勢を強めており、減速は緩やかなものにとどまるとみている。欧州においてはドイツ、イタリアを中心として外需の弱さが2018年の経済の減速要因となった。もっとも外需の弱さは内需にも波及しており、2019年も下押し要因となる可能性が高い。中国でも2018年は外需が減速要因となったが、米中摩擦や株安によってマインドが冷え込んだ結果、個人消費にも弱さが見られる。もっとも、中国政府は減税策やインフラ投資のための地方政府特別債券の発行などテコ入れに動いていることから、景気減速は緩やかなものにとどまるだろう。

図表6：鋳工業生産と輸出数量



(注) 鋳工業生産の直近2ヶ月の値は、製造工業生産予測調査。
(出所) 経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

図表7：機械受注と資本財出荷

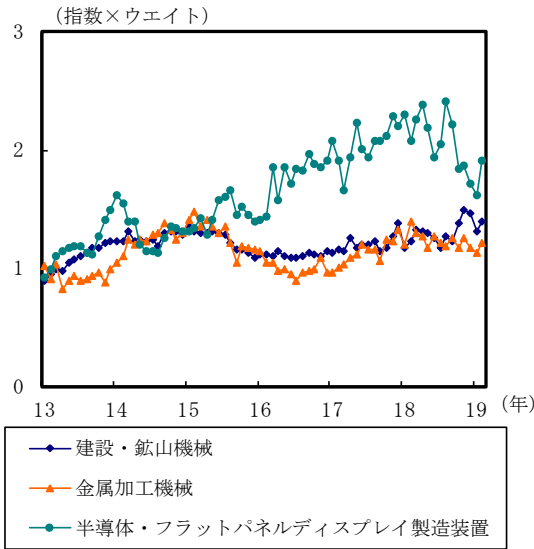


(注) 機械受注は、民需(船舶を除く)を企業物価指数で実質化した値。

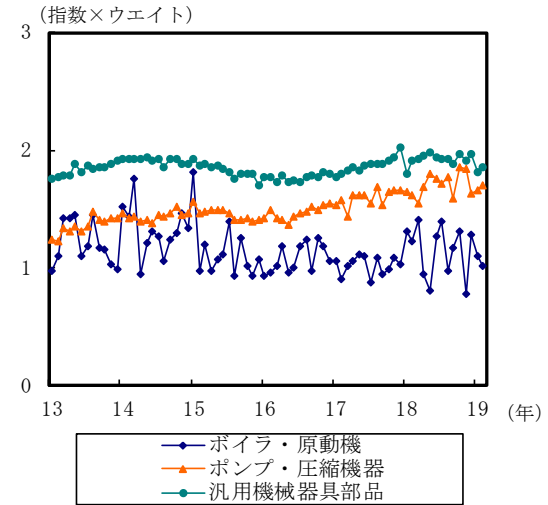
(出所) 経済産業省、内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

主要産業の生産動向(季節調整値)

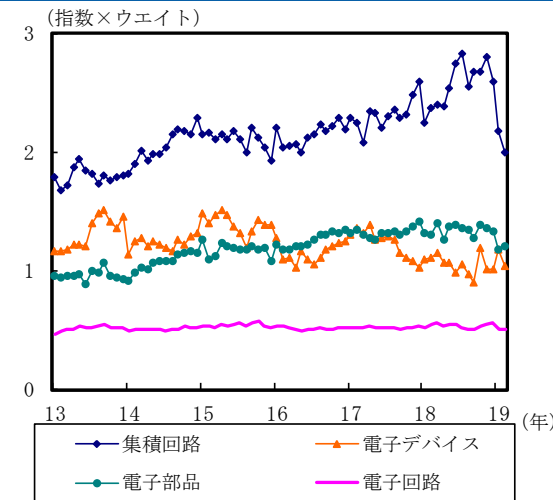
生産用機械



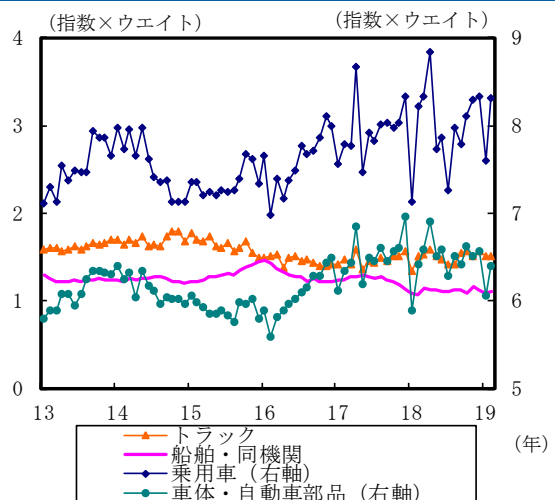
汎用・業務用機械



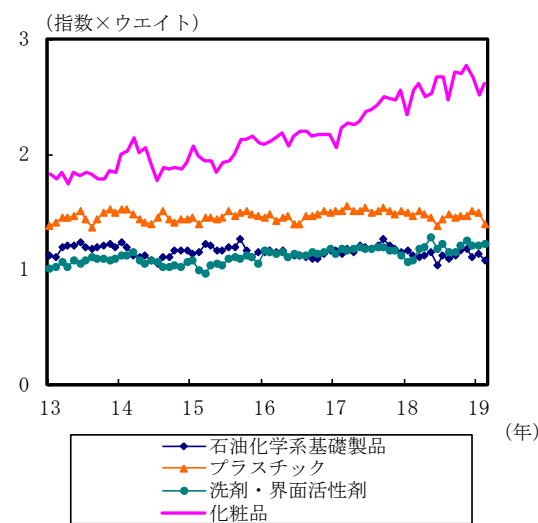
電子部品・デバイス



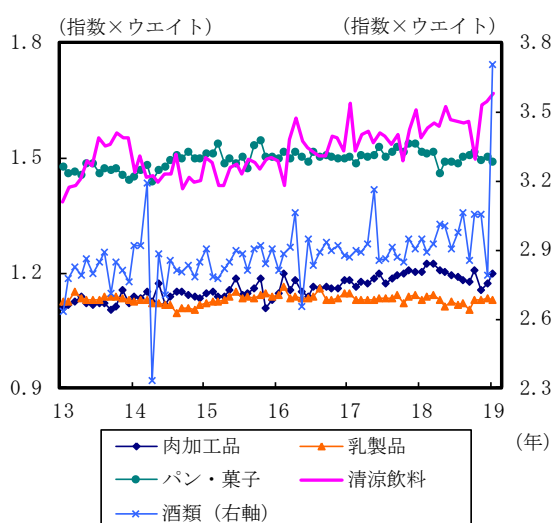
輸送機械



化学



食料品・たばこ工業



(注) 食料品・たばこ工業は速報では公表されないため、直近値は前月の確報値。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成