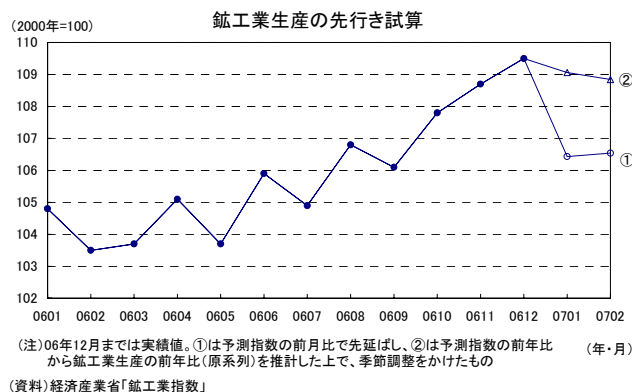


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

予測指数から見た1-3月期の生産動向

1. 2006年10-12月期の鉱工業生産は、前期比2.6%の大幅増加となったが、2007年1-3月期は6四半期ぶりに減少に転じるとの見方も多い。
2. その理由のひとつは、IT関連財を中心に在庫調整圧力が高まっていることだ。現時点では、鉱工業全体が在庫調整に陥る可能性は高くないと考えられるが、非IT関連業種でも在庫積み上がりの動きが見られることには注意が必要である。
3. 1-3月期の生産を弱めに見るもうひとつの理由は、1月、2月の製造工業生産予測指数（以下、予測指数）がそれぞれ前月比▲2.8%、0.1%と弱めの動きとなっていることだ。12月までの鉱工業生産指数の実績値を、予測指数の前月比を使って2月まで先延ばしし、3月を横這いと仮定すると、1-3月期は前期比▲2.0%の低下となる。
4. ただし、鉱工業生産指数と予測指数を比較すると、前月比同士よりも前年比同士のほうが当てはまりがよい。予測指数の前年比から鉱工業生産指数の前年比を求めると、12月実績の4.6%の後、1月、2月はそれぞれ5.3%、3.8%となる。さらに、鉱工業生産の予定季節指数を用いて季節調整値を計算すると、1月は前月比▲0.4%、2月は同▲0.2%となり、3月を前月比横這いとすると、1-3月期は前期比0.2%となる。
5. 在庫調整圧力が高まっていることには注意が必要だが、1-3月期の生産は現時点の予測指数（前月比）が示すほど弱いものとはならない可能性が高い。



シニアエコノミスト 斎藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 TEL : (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

＜予測指数から見た1-3月期の生産動向＞

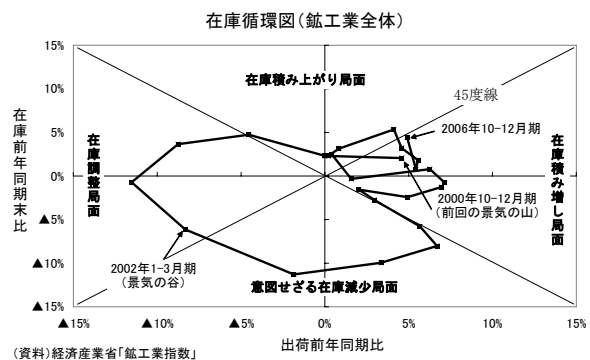
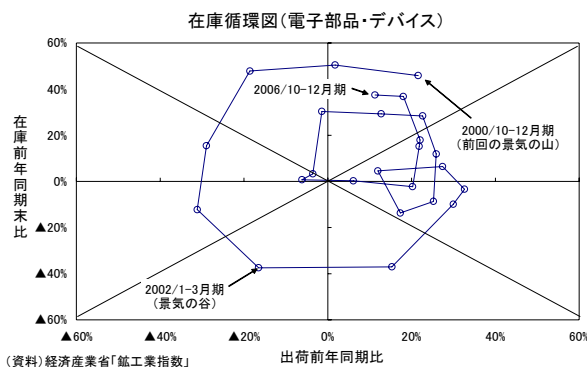
●1-3月期は減産との見方も

2006年10-12月期の鉱工業生産は、前期比2.6%の大幅増加となったが、先行きについては慎重な見方が増えており、2007年1-3月期には6四半期ぶりに減少に転じるという予想も多い。生産の先行きを慎重に見る理由のひとつは、IT関連財を中心とした在庫調整圧力が高まっていること。もうひとつは1月、2月の製造工業生産予測指数（以下、予測指数）が弱めの動きとなっていることである。

●在庫調整圧力は徐々に高まる

IT関連財を中心とした在庫調整圧力は徐々に高まっている。10-12月期の電子部品・デバイスの在庫は前年比37.5%の大幅増加となり、在庫循環図上も7-9月期に続き、在庫積み上がり局面に位置している。今後、電子部品・デバイスでは在庫調整が行われることは必至と考えられる。

また、輸送機械、精密機械などの非IT関連業種でも在庫積み上がりの動きが見られ、鉱工業全体としても10-12月期には在庫積み上がり局面に近づく動きとなった。現時点では、鉱工業全体が在庫調整に陥る可能性はそれほど高くないと考えられるが、最終需要の動向次第では在庫がさらに積み上がってしまうリスクがあることには注意が必要だろう。



●1月、2月の予測指数をどう見るか

1-3月期の生産が減少に転じると見るもうひとつの根拠は、1月、2月の製造工業生産予測指数（以下、予測指数）がそれぞれ前月比▲2.8%、0.1%と弱めの動きとなっていることである。12月までの鉱工業生産指数の実績値を、予測指数の前月比を使って2月まで先延ばしし、3月を前月比横這いと仮定すると、1-3月期は前期比▲2.0%の低下となる。

予測指数は、製造工業の主要181品目（鉱工業生産全体では521品目）につき、それぞれの主

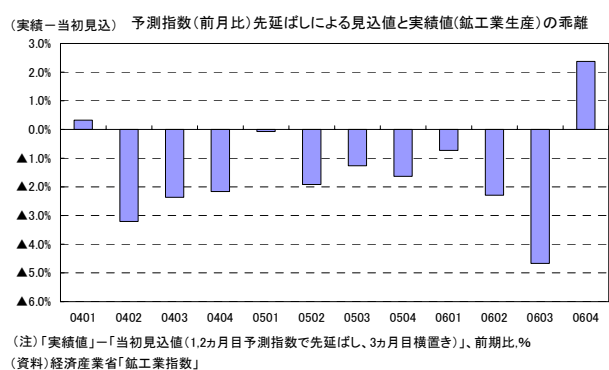
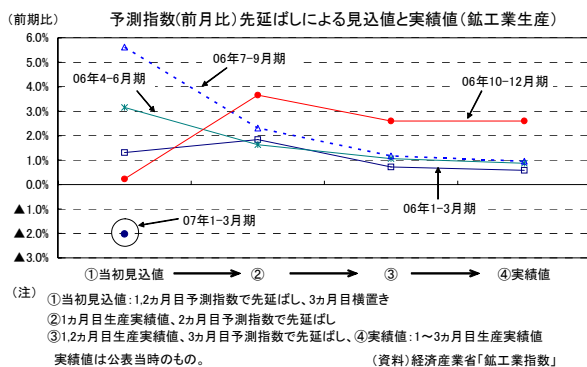
要企業から生産数量の当初見込み、修正見込み、実績について報告された結果を 2000 年=100 として指数化したものである。現時点の当初見込みは 2 月分、修正見込みは 1 月分、実績は 12 月分までということになる。

予測指数は、生産の先行きを見るために用いられることが多い。たとえば、鉱工業生産の四半期実績が公表された時点で、翌四半期の 1、2 ヶ月目を予測指数の伸び率（前月比）で先延ばし、3 ヶ月目は横置き（前月比横ばい）することにより、翌四半期（10-12 月期）の生産指数の見込値を試算する。翌月には鉱工業生産の 1 ヶ月目が実績値となるため、2、3 ヶ月目を予測指数の伸び率で先延ばしする。さらに、その翌月には 1、2 ヶ月目が実績値となるため、3 ヶ月目を予測指数の伸び率で先延ばしすることにより、四半期の生産指数の見込値を試算する。このようなやり方で、生産の実績値が公表される前に、その四半期の前期比がどのくらいになるか見当をつけることが可能となるのである。

しかし、このようにして試算された見込値の精度は必ずしも高くない。特に、1、2 ヶ月目を予測指数、3 ヶ月目を横置きとする当初見込値は実績値と大きく乖離することも少なくない。

予測指数の前月比を先延ばしして試算した鉱工業生産の見込値が、どのように変化したかを見ると、これまでは実績値が当初見込値を大きく下回ることが多かった。しかし、2006 年 10-12 月期については、当初見込値は前期比ほぼ横這いだったが、実績値は同 2.6%となり、当初見込値を大きく上回った。

鉱工業生産の 9 月実績公表時点（06 年 10 月）の予測指数は、10 月：前月比▲0.2%、11 月：前月比 0.5%と弱めの数字となっており、12 月を横這いと仮定すると 10-12 月期は前期比 0.2%となっていた。しかし、予測指数はその後上方修正され、鉱工業生産の実績値も 10 月以降、比較的高めの伸びが続いた。その結果、10-12 月期の鉱工業生産の実績値は、予測指数の伸び（前月比）を用いて算出された当初見込値を大きく上回ることとなったのである。



● 予測指数・前年比による先延ばしの試算

鉱工業生産を先延ばしする場合には、予測指数の前月比を用いることが一般的である。しかし、鉱工業生産指数と予測指数を比較すると、前月比同士よりも前年比同士のほうが当てはまりがよいことが分かる。予測指数の前月比と鉱工業生産の前月比はプラスマイナスの方向が違うことも

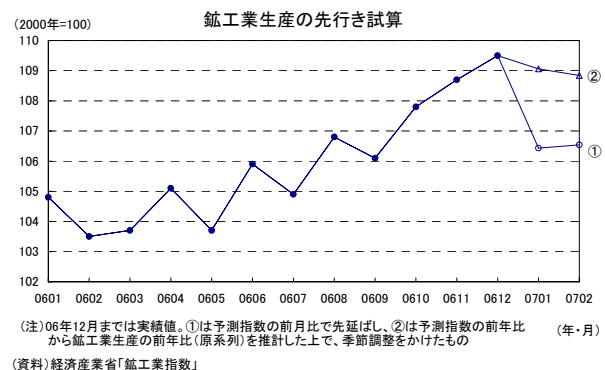
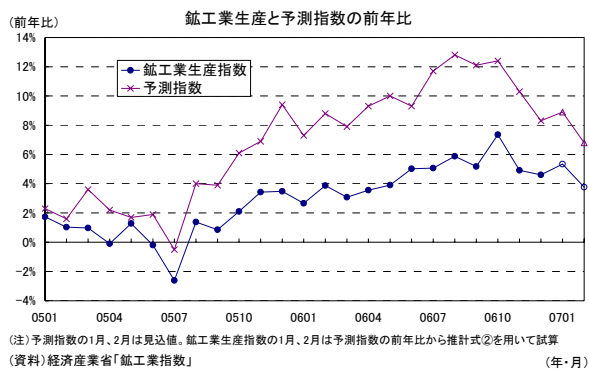
少なくないが、前年比を比較するとその水準は異なっているものの、方向性はほぼ一致している。予測指数の採用品目が 181 品目と、鉱工業生産指数全体の 521 品目の約 3 分の 1 に限られているため、もともと両者の動きは一致しておらず、特に季節調整パターンが大きく異なるため、前月比の動きにはズレが生じやすくなると考えられる。

推計式①: 鉱工業生産指数(前月比) = $\alpha \times$ 製造工業生産予測指数(前月比) + β
 推計式②: 鉱工業生産指数(前年比) = $\alpha \times$ 製造工業生産予測指数(前年比) + β

	α	β	R2
推計式①	0.691 (15.76)	-0.0008 (-0.98)	0.722
推計式②	0.750 (42.22)	-0.0134 (-9.26)	0.947

(注) ()内はt値。推計期間はいずれも1999年1月～2006年12月

予測指数の前年比は 12 月が 8.3%となった後、1月:8.9%、2月:6.8%となっている。ここで、上記推計式②を用いて、鉱工業生産指数の前年比を予測指数の前年比から求めると、12月実績の 4.6%の後、1月、2月はそれぞれ 5.3%、3.8%となった。さらに、前年比から計算された指数(原系列)を、経済産業省が公表している鉱工業生産指数の予定季節指数を用いて季節調整値を計算すると、1月の前月比は▲0.4%、2月の前月比は▲0.2%となる。3月の前月比を横置きとすると、1-3月期の生産指数は前期比 0.2%となり、予測指数の前月比から計算した前期比▲2.0%を大きく上回ることになる。予測指数の前月比を使って先延ばしすると、1-3月期の生産動向を過小に見積もることになってしまう可能性が高い。



在庫調整圧力が徐々に高まっていることもあり、10-12月期に比べて1-3月期の生産が減速することは避けられないだろう。しかし、ここで見たように、予測指数の前月比で先延ばしした見込値は低めに出すぎていると考えられ、実際に生産がここまで急速に悪化する可能性は低いだろう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)