

2023. 8. 31

【日本鉱工業生産（23年7月）】

鉱工業生産は弱含む

～中国景気の先行きが大きなリスク～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 7月の鉱工業生産指数（季調値）は前月比▲2.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。経産省の基調判断は、4ヵ月続いた「生産は緩やかな持ち直しの動き」から、「生産は一進一退」へと下方修正された
- 7月は半導体製造装置の大幅マイナスが響いた。半導体市場の低迷は今年いっぱい続く公算だが、WSTS（世界半導体市場統計）の予想では、2024年の半導体市場の成長率は前年比+11.8%のプラスで、今後は底打ちの時期が焦点となる
- 中国経済が苦境に陥っているのが懸念材料。長引く不動産不況や、先進国のデリスキングなどの影響が大きく、今後日本の生産の足かせとなる可能性

1. 生産の基調判断が下方修正される

7月の鉱工業生産指数（季調値）は前月比▲2.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり（図表1）、市場予想の同▲1.4%を下回った。経産省の基調判断は、4ヵ月続いた「生産は緩やかな持ち直しの動き」から、「生産は一進一退」へと下方修正された（図表2）。

業種別に見ると、主要15業種中10業種が前月比マイナス、5業種がプラスとなった。マイナス寄与が大きかった1位の業種は生産用機械工業（前月比▲4.8%、寄与度▲0.42%ポイント）で、内訳である半導体製造装置（同▲16.4%、同▲0.50%ポイント）の大幅マイナスが響いた。2位の業種は電子部品・デバイス工業（同▲5.1%、同▲0.28%ポイント）で、モス型IC（メモリ）（同▲14.5%、同▲0.06%ポイント）はじめ、幅広い品目で減少している。3位の業種は電気・情報通信機械工業（同▲2.9%、同▲0.26%ポイント）だった。総じてIT関連が弱かった。

上昇方向に寄与した1位の業種は、輸送機械工業（除.自動車工業）（同+9.6%、同+0.24%ポイント）である。航空機用発動機部品（同+21.3%、同+0.20%ポイント）、航空機用機体部品（同+37.1%、同+0.09%ポイント）等、航空機関連が押し上げており、人流回復に伴う関連業界の投資再開を反映している可能性がある。もとより振れの大きい品目ではあるものの、鉄道車両含め、運輸関連の生産は均せば堅調な推移が期待できよう。2位の業種は自動車工業（同+0.6%、同+0.08%ポイント）で、挽回生産の動きが続いている様子を示し



たが、7 月に関しては伸びは小幅でプラス寄与度も小さい。

半導体関連の生産は当面軟調な推移が続く見込みである。日本半導体製造装置協会が公表している日本製半導体製造装置の販売高（3 ヶ月移動平均）を見ると、7 月（暫定値）は前月比+8.0%と4 ヶ月ぶりのプラスとなったが、6 月の大幅マイナス（同▲17.3%）の半分程度を取り戻すにとどまった。前年比でも▲12.6%と二桁マイナスとなっている¹。

業界では、半導体市場の低迷は今年いっぱい続くとの見通しが多い。車載用やデータセンター向けのパワー半導体の需要は依然旺盛だが、コロナ禍での巣ごもり需要の一巡や世界的なインフレ、中国経済の悪化を背景に、世界的にパソコンやスマートフォンの出荷が落ち込んだことが、メモリーなどの供給超過を招いている。WSTS（世界半導体市場統計）が6月6日に公表した半期に一度の半導体市場予測によれば、2023年の半導体市場の成長率は前年比▲10.3%の大幅マイナスとなっている（図表3）。2024年は同+11.8%のプラス予想になっており、今後は底打ちの時期が焦点となるが、安定的な回復基調に回帰するのは、2024年後半まで待つ必要があるかもしれない。

(図表2) 鉱工業生産の基調判断の推移

| | 基調判断 | 方向性 |
|--------------|------------------------------|-----|
| 20年3月 | 生産は低下している | ↓ |
| 20年4月～5月 | 生産は急速に低下している | ↓ |
| 20年6月 | 生産は下げ止まり、持ち直しの動き | ↑ |
| 20年7月 | 生産は持ち直しの動き | ↑ |
| 20年8月～21年7月 | 生産は持ち直している | ↑ |
| 21年8月～10月 | 生産は足踏みをしている | ↓ |
| 21年11月～22年3月 | 生産は持ち直しの動きがみられる | ↑ |
| 22年4月 | 生産は足踏みをしている | ↓ |
| 22年5月 | 生産は弱含み | ↓ |
| 22年6月～7月 | 生産は一進一退 | ↑ |
| 22年8月～9月 | 生産は緩やかな持ち直しの動き | ↑ |
| 22年10月 | 生産は緩やかに持ち直しているものの、一部に弱さがみられる | ↓ |
| 22年11月～23年2月 | 生産は弱含み | ↓ |
| 23年3月～6月 | 生産は緩やかな持ち直しの動き | ↑ |
| 23年7月 | 生産は一進一退 | ↓ |

(出所) 経産省「鉱工業指数」

(図表3) 半導体市場の推移(23,24年はWSTSの予想)



(出所) 世界半導体市場統計 (WSTS)

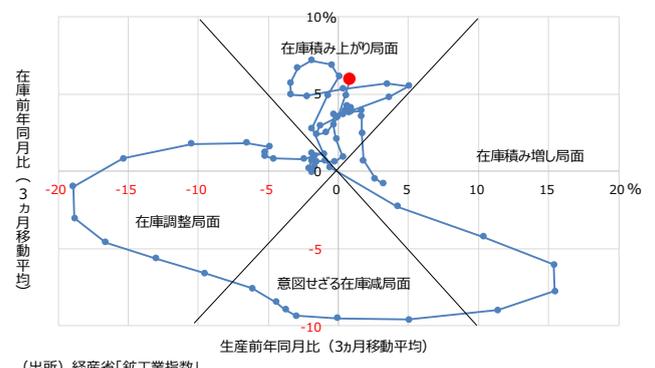
2. 在庫は積み上がり局面

季調済在庫指数は106.7（前月比+0.9%）と3 ヶ月連続の上昇となり、2009年2月以来の高水準に達した。在庫循環図からは、鉱工業全体として在庫積み上がり局面にある様子が確認できる（図表4）。

前年比ベースで見ると、鉱工業全体の在庫指数は+6.0%で、業種別では、輸送機械工業（除.自動車工業）（同+29.1%）、自動車工業（同+21.2%）、生産用機械工業（同+20.4%）、汎用・業務用機械工業（同+15.9%）等の積み上がりが大きくなっている。一部は部品不足の緩和に伴う在庫水準の正常化を反映している可能性があるものの、出荷も総じて冴えない動きが続いていることを考えれば過大評価は禁物である。生産も当面停滞気味の推移が続く可能性が高い。特に中国向けの輸出の鈍さが、機械関連業種の出荷・在庫バランスの悪化につながっている可能性がある。

製造工業生産予測指数を見ると、8月 は前月比+2.6%、9月 は同+2.4%と、均せば回復が続く見通しになっ

(図表4) 鉱工業の在庫循環図



(出所) 経産省「鉱工業指数」

¹ 一般社団法人 日本半導体製造装置協会「販売高速報値(3 ヶ月平均) 半導体製造装置 (日本製) 2023年7月度」(リリース日 2023年8月23日)

ているが、計画値に含まれる上方バイアスを経産省が補正して計算した補正值を見ると、8月は同▲1.4%とマイナスで、引き続き軟調な推移が続く見通しとなっている(図表5)。

3. 計画と相反する設備投資の先行指標

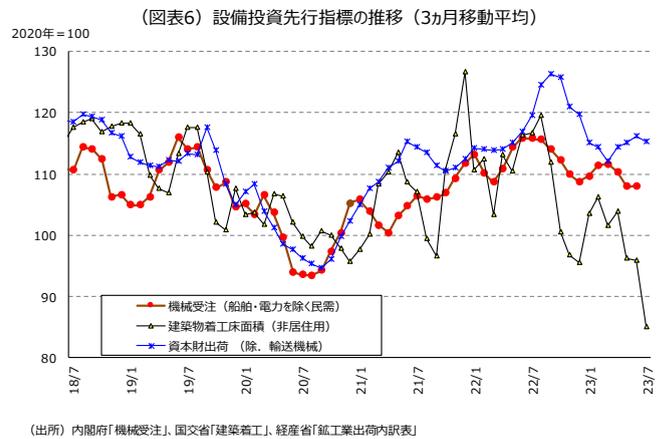
設備投資の先行指標の一つである資本財出荷(除く輸送機械)は前月比▲4.5%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。マイナス幅も大きく、水準的には今年1月以来の低さとなった。他の先行指標を見ると、6月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は同+2.7%と2ヵ月ぶりのプラスとなったものの、5月の大幅減(同▲7.6%)は取り戻せておらず、公表元の内閣府は、基調判断を「足踏みが見られる」で維持している。建築物着工床面積も、低水準での推移が続いている(図表6)。いずれの指標からも、設備投資の力強い回復は示唆されていない。短観や日本政策投資銀行調査の設備投資計画は良好だが、人手不足などによる工期の遅れや工事費高騰などの供給サイドの要因が計画の後ずれにつながっている可能性がある。設備投資は、目先軟調な推移が続く可能性が高い。

4. 中国経済が大きなリスクに

需要サイドから見た場合の投資や生産への大きなリスクは海外景気の動向である。バブルが崩壊した1990年代以降、日本の設備投資は短期的には外需に左右される傾向が強まった。米国景気の失速リスクがここへきて低下しつつあるのは好材料だが、中国経済は逆に苦境に陥っている。コロナ禍後の反動増が期待される状況にもかかわらず、4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.8%(1-3月期:同+2.2%)と、早くも息切れが明らかになった。若年層の6月の失業率は21.3%に達し、政府は7月から発表を止めてしまった。

恒大集団や碧桂園の経営危機に見られるとおり、長引く不動産不況の影響が大きい。碧桂園が抱えるプロジェクトは恒大集団の4倍に上っていることから、債務不履行なら恒大集団を上回る負のインパクトを経済にもたらす可能性がある。7月24日に開催された中央政治局会議では、これまで繰り返し言及してきた「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」という文言が削除され、「不動産政策の調整・最適化を行なう」という文言を追加、不動産政策の方針転換を表明している。しかし、リーマンショック後に打ち出した「4兆元の景気対策」が、地方政府傘下の投資会社に不良債権の山を作り出した反省もあり、大規模な財政支出には依然及び腰である。元々は、高騰を続ける不動産価格が格差拡大と社会の不安定化の象徴との認識のもと、3つのレッドライン等、不動産投資規制を強めてきた経緯もある。習近平政権は当面、理念と現実のはざままで経済運営のバランスに苦慮する状況が続くだろう。

また、ここへきて、政府の強権的な経済運営手法や米中対立への不安が広がっている影響も見逃せない。先進国の間ではいわゆる「デリスキング」的な動きが広がっており、4-6月期の対中直接投資は前年同期比で87%減と、過去最大の落ち込みを記録した。このまま資本の純流出が続けば人民元売りとのスパイラルを招きかねない。2020年以降の巨大IT企業への規制強化、ゼロコロナ政策、上海ロックダウン、学習塾の経営禁止



(非営利団体化)等の一連の政策は、中国経済にとって最も大きなリスクが政治的リスクであることを改めて印象付けた。アリババの創業者であるジャック・マー氏が一時行方不明になったのは象徴的で、あれほど中国経済の発展に貢献した巨人であっても、ひとたび虎の尾を踏んだらどうなるかを世界が目の当たりにした。学習塾の件もしかりで、起業家や投資家は、苦勞して育て上げた企業が鶴の一声で、しかも一夜にして奪われるリスクを否が応でも意識せざるを得なくなった。

米中対立、特に半導体輸出規制の影響も大きい。中国政府は先端部品の内製化を推進しているが、こうした体制下でイノベーションの持続が期待できるのかが問題で、中長期的な成長力への投資家の疑念は深まっている。中国経済の「日本化」が冗談では済まされなくなってきた感もあり、日本の投資や生産へ与える影響が懸念される。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●株式会社明治安田総合研究所 〒102-0073東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411