

日本の月末指標は底堅いが先行きは感染症次第

フェロー チーフエコノミスト 小玉祐一
研究員 前田和孝 伊藤基 齊藤奏子

1. 在庫調整の進展示した11月の鉱工業生産

11月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比±0.0%で、6月以降続いていた対前月比での増加トレンドが5ヵ月で途切れる結果となった（図表1）。9月が同+3.9%、10月が同+4.0%と、直近2ヵ月とも好調な伸びを維持していたこともあり、市場予想は同+1.1%と小幅ながらプラスの伸びが続くとの見立てだったが、結果は予想を下回った。ただ、経済産業省の基調判断は、4ヵ月連続で「生産は持ち直している」となり、現時点ではまだ回復トレンドは変わっていないとの判断が示された（図表2）。

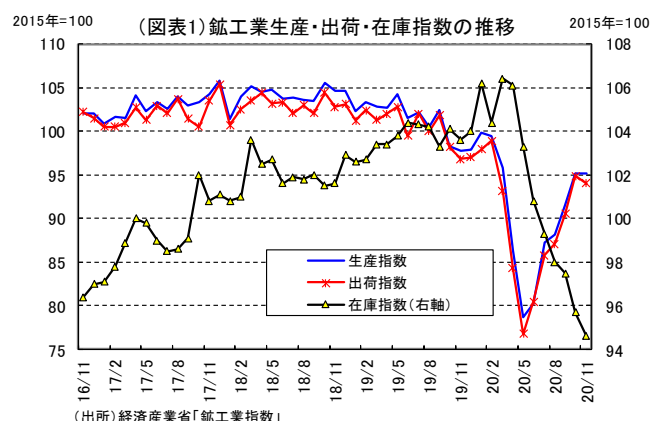
在庫調整は引き続き進展している。11月の在庫指数は前月比▲1.1%と、8ヵ月連続のマイナスで、この結果、在庫指数の水準は、2011年4月以来の低さとなった。出荷との見合いで決まる在庫率も6ヵ月連続の低下で、消費増税前の2019年9月以来の水準まで戻っている。4、5月にかけて跳ね上がった在庫の調整は、6月以降、急ピッチで進んでおり、在庫循環図上も、在庫調整局面が一巡しつつある可能性が示されている。これは、今後の生産を見通すにあたっての好材料である。

また、設備投資の先行指標のひとつである資本財出荷（除く輸送機械）は前月比+2.6%と、3ヵ月連続の増加となった。10月が同+13.4%と高い伸びだっただけに、そこからなおプラスの伸びを維持したのはやはり好材料で、この結果、前年比でも+3.6%と、10ヵ月ぶりにプラスに戻っている。

他の主要先行指標の中では、10月の機械受注（船舶・電力を除く民需）も前月比+17.1%と高い伸びを示している。12月の日銀短観では、企業の設備投資計画の下方修正が進んでいる様子が示されたが、設備投資がこのまま加速度的に悪化していくリスクは和らぎつつあるようにみえる（図表3）。

2. デジタル関連が押し上げ、自動車の勢いは鈍る

11月の生産指数は、主要15業種のうち、9業種で対前月比

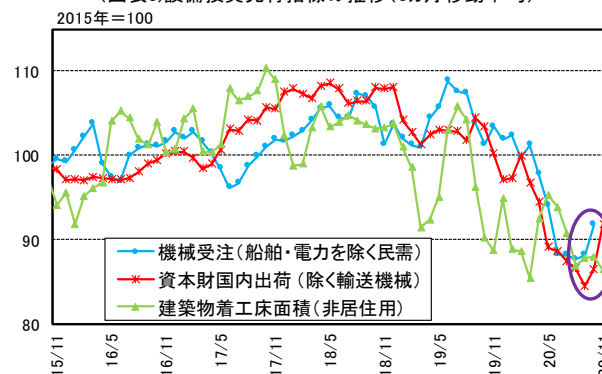


(図表2) 鉱工業生産の基調判断の推移

	基調判断	方向性
19年1月～2月	生産は足踏みをしている	↓
19年3月	生産はこのところ弱含み	↓
19年4月～7月	生産は一進一退	↑
19年8月～9月	生産はこのところ弱含み	↓
19年10月～12月	生産は弱含み	↓
20年1月～2月	生産は一進一退ながら弱含み	↗
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	生産は持ち直している	↑
20年9月	生産は持ち直している	→
20年10月	生産は持ち直している	→
20年11月	生産は持ち直している	→

(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

(図表3) 設備投資先行指標の推移(3ヵ月移動平均)

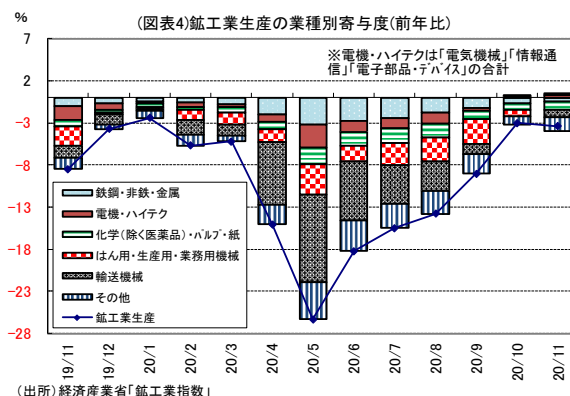


上昇、5業種で低下、1業種で横ばいという結果であった。プラス寄与の大きかった業種は、生産用機械工業（前月比+6.5%、寄与度+0.45%ポイント）、汎用・業務用機械工業（同+4.8%、同+0.35%ポイント）、鉄鋼・非鉄金属工業（同+3.7%、同+0.21%ポイント）といったところである。

品目別にみると、もっとも寄与度が高かったのは、汎用・業務用機械工業のボイラ・原動機（前年比+74.9%、寄与度+0.65%ポイント）、二番目は生産用機械工業の半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置（同+11.5%、同+0.21%ポイント）、三番目は電子部品・デバイス工業の電子部品（同+10.1%、同+0.15%ポイント）であった。

伸び幅ではボイラ・原動機が突出しており、7割もの高い伸びはさすがに単月の現象と考えられるものの、中国では、環境政策として石炭からガスへのエネルギー転換を進めるなかで、ガス焚きボイラの需要が増しており、そうした流れを汲んでいる可能性があるだろう。半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置と電子部品は、世界的なデジタル需要の盛り上がりを反映していると考えられる。

一方、マイナス寄与の大きかった業種の中では、自動車工業（前月比▲4.7%、寄与度▲0.79%ポイント）のマイナス寄与が突出している。普通乗用車、小型乗用車、自動車用エンジン等のマイナス幅が大きく、ここまで生産回復をけん引してきた自動車の生産回復トレンドの一巡が、全体でも伸び悩みにつながった形である（図表4）。

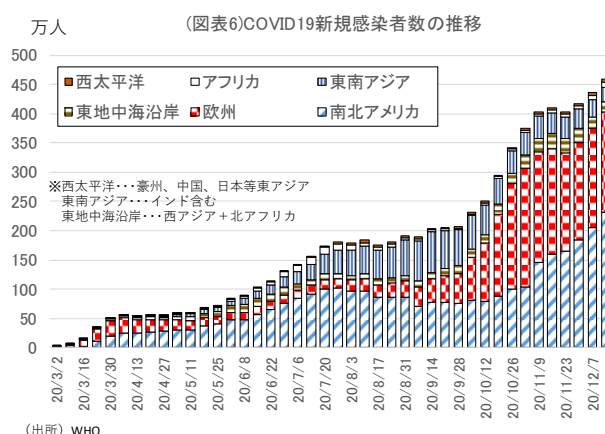
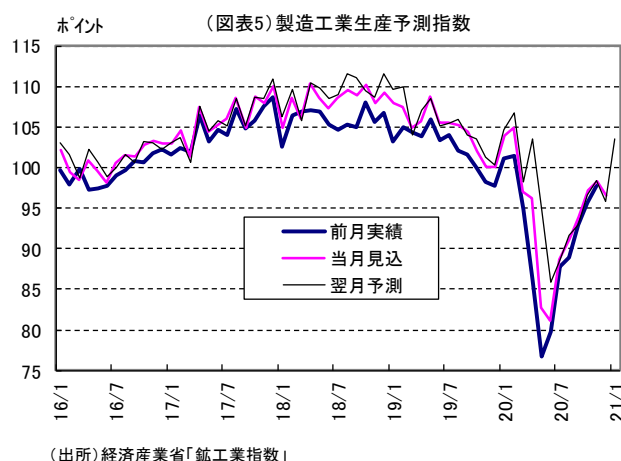


3. 12、1月の生産は予想を下回る可能性大

製造工業生産予測指数を見ると、12月は前月比▲1.1%、1月は同+7.1%となっている（図表5）。年末にいったん鈍った後、年明けに再び力強く回復に向かうとの予測で、この通りの推移を辿れば、1月の製造工業の生産指数は、2019年4月以来の高さにまで回復することになる。

経産省が公表している12月の製造工業生産予測指数の補正值（計画値に含まれる上方バイアスを補正して計算）は同▲2.3%である。90%の確率で収まるとするレンジは▲4.0%～▲0.6%で、12月はいったん前月比マイナスに逆戻りする可能性が高そうである。1月の生産計画に関しては、現時点ではまだ不確実性が高いが、業種別の寄与度の順位は、生産用機械工業（前月比+12.2%、寄与度+1.53%ポイント）、汎用・業務用機械工業（同+14.0%、寄与度+1.36%ポイント）、電子部品・デバイス工業（同+15.3%、寄与度+1.32%ポイント）となっている。輸送機械（同+4.4%、寄与度+0.91%ポイント）は、ウェートが大きいため寄与度は+1%ポイント近いものの、生産の高い伸び自体は、一巡している様子が示されている。

1月の生産用機械工業の内訳では、その他の生産用機械、農業・建設・鉱山機械の寄与が大きく、汎用・業務用機械工業では、汎用機械器具部品・ボイラ・原動機、運搬装置の寄与が大きい。電子部品・デバイス工業では、電子デバイス・電子部品、



集積回路の寄与が大きくなっている。いずれも輸出需要を反映している面が大きいと考えられる。12、1月の生産予測を通算すると、電子部品・デバイス工業の寄与がもっとも大きい。ハイテク関連の生産計画は振れやすいので注意が必要だが、これまでの自動車から主役交代で、しばらくはデジタル需要が生産の下支え役を果たすことになりそうである。

もっとも、短期的には感染症の動向次第である。主要国でワクチンの接種が始まっているものの、感染者数はいまだ世界的に拡大が続いており（図表6）、多くの国が経済活動に厳しい制限を課している。ここまでの生産回復は輸出の回復に依存している面が大きく（図表7）、特に欧米向けの輸出鈍化が国内生産の足を引っ張る結果が懸念される。国内でも再び経済活動の自粛ムードが高まりつつあることを考えれば、12、1月の生産は予想を下回る可能性が高い。

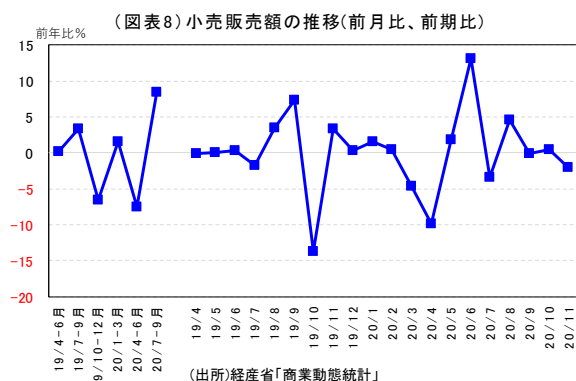
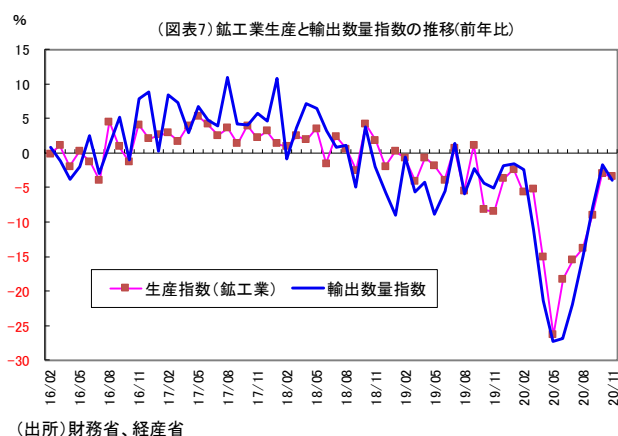
4. 消費回復は足踏み

25日に経産省から発表された11月の小売業販売額は前月比▲2.0%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなり、市場予想の同▲0.8%を下回る結果となった（図表8）。前年比では+0.7%と、こちらも市場予想の+1.8%を下回った。ペントアップディマンドの一巡や政策効果の漸減で、ここ数ヵ月の小売売上は足踏み状態が続いている。経産省の基調判断は「横ばい傾向にある小売販売」が維持された（図表9）。

業種別の販売額指数をみると、織物・衣服・身の回り品小売業（10月：前月比+16.4%→11月：同▲1.3%）、各種商品小売業（10月：▲0.7%→11月：▲3.8%）、燃料小売業（10月：▲3.5%→11月：▲6.5%）などが前月からマイナスに転じたか、マイナス幅を拡大させた一方、機械器具小売業（10月：▲1.2%→11月：+7.2%）はプラスに転じた。

業態別の販売額では、百貨店（前年比▲15.1%）、コンビニエンスストア（同▲2.4%）は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う外出自粛と天候要因により減少した。一方で、スーパー（同+2.1%）、家電量販店（同+25.3%）、ドラッグストア（同+7.1%）、ホームセンター（同7.3%）は内食需要や巣ごもり需要、政策効果の残存等により増加した。

日本百貨店協会が発表した11月の百貨店売上高は前年比▲14.3%（店舗数調整後）となった。同協会は、「月の前半まで回復基調にあったが、中旬から新型コロナウイルスが再度拡大し、高齢層を中心に外出自粛機運が高まったことで、売上・客数共に大きな影響を受けた」と感染拡大が押し下げ要因と述べている。一方で、「時計・宝飾品やラグジュアリーブランドなど高額商材は引き続き好調に推移した」としており、前月に続き富裕層の消費意欲は旺盛であることが示唆されている。要因の一端には株高があろう。



（図表9）小売業販売の基調判断の推移

	基調判断	方向性
20年4月	急速に低下している小売業販売	↓
20年5月	下げ止まりがみられる小売業販売	↑
20年6月	持ち直している小売業販売	↑
20年7月	緩やかに持ち直しているものの、一部に弱さがみられる小売業販売	↓
20年8月	緩やかに持ち直している小売業販売	↑
20年9月	横ばい傾向にある小売業販売	↓
20年10月	横ばい傾向にある小売業販売	→
20年11月	横ばい傾向にある小売業販売	→

（出所）経済産業省「商業動態統計」

5. 個人消費の先行きは不透明

11月の内閣府の景気ウォッチャー調査をみると、「新型コロナウイルス感染拡大の第3波により、客足も少ない。忘年会も早くから中止が進んでいる（甲信越＝高級レストラン）」、「夜は客がほぼ来ない。昼も、以前は4～8人で来るグループがあったが、今は1人か、多くて2人で、当然売上は激減している（南関東＝一般レストラン）」、など新型コロナウイルスの感染拡大による個人消費の落ち込みを指摘する声が多く挙がっている。

先行きについても、「新型コロナウイルスの感染拡大により、キャンセルが相次いでいる。忘年会、新年会の書き入れ時に相当なダメージとなっており、先行きが全くみえず不安である（四国＝一般レストラン）」、「新型コロナウイルス第3波の到来により、年始の宴会キャンセルが発生し、さらに宿泊のキャンセルも予想され、予断を許さない状況である（北陸＝都市型ホテル）」など、感染拡大による個人消費の落ち込みを心配する声が多く挙がっていた。また、景気の先行き判断DI（季節調整値）は36.5と、前月（49.1）から大幅に悪化した。感染拡大に伴う外出自粛などによって、先行きの見方が一気に悪化していると考えられる。

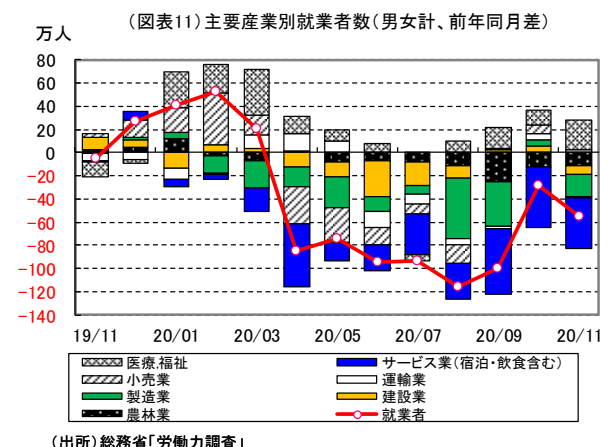
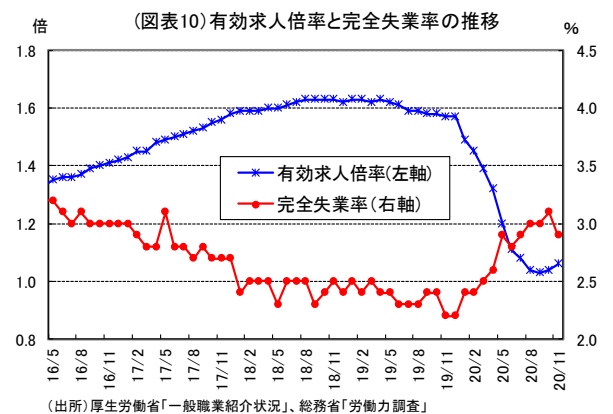
また、12月の月例経済報告では、個人消費の判断が前月の「持ち直している」から「個人消費は、一部に足踏みもみられるが、総じてみれば持ち直している」へと、3ヵ月ぶりに下方修正された。一部地域がGo To Travelの対象から除外されたことや、飲食店の営業時間が短縮されたことを背景に、旅行・外食関連の消費が落ち込んでいるとしている。

その後、政府がGo To Travelキャンペーンの一時停止に踏み切ったことや、国内の新規コロナ感染者数が過去最多を更新している現状を考えると、年末から年明けにかけての個人消費は悪化に向かう可能性が高まっている。冬季ボーナスが夏季に比し減少していることも足を引っ張る要因で、個人消費の先行きには黄信号が灯っている。

6. 11月完全失業率は小幅回復も感染拡大で再び悪化懸念

25日に発表された総務省の労働力調査によると、2020年11月の完全失業率（季節調整値）は2.9%と、前月から0.2%ポイント低下（回復）した（図表10）。失業率の低下は5ヵ月ぶり、0.2%ポイントの低下は昨年11月以来である。分母の労働力人口が前月比+27万人と、2ヵ月連続で増加するなかで、分子の完全失業者が前月から16万人減少、一方で就業者数は前月から43万人増加するという、良好な形での改善となっている。

新型コロナウイルスの感染拡大で、企業の行動に様々な制約がかかるなかでも、失業率の上昇はここまで抑制されてきた。既往ボトムの2.2%（19年12月）から、10月の3.1%までじりじりと上昇は続けてきたものの、この間の景気悪化度合いを考えれば、失業率の上昇幅が1%以下に抑えられているというのは特筆すべきである。雇用調整助成金をはじめとした政府の各種対策の効果が奏功しているのは論を俟たない。失業率は基本的に遅行指標であり、足元でコロナ感染が拡大するなか、今後はしばらく予断を許さない状況が続くものの、少なくともリーマン後のように5%を大きく超える可能性は遠のいている。



もっとも、前年同月に比べると就業者数は55万人減少、完全失業者数は44万人増加しており、その意味では依然として回復途上である。主要な産業別の就業者数を見ると、前年同月に比べ医療、福祉が26万人増加、情報通信業が19万人増加する一方で、宿泊業、飲食サービス業は29万人減少するなど、産業別の格差が大きい（図表11）。足元では感染が再拡大しており、年末からは約2週間「Go To」が一時停止されるなど、宿泊業、飲食サービス業にとっては厳しい年の瀬になっている。年末以降の失業率は、いったん悪化に向かう可能性が高いだろう。これが一時的な動きにとどまるかどうかは、感染動向次第である。

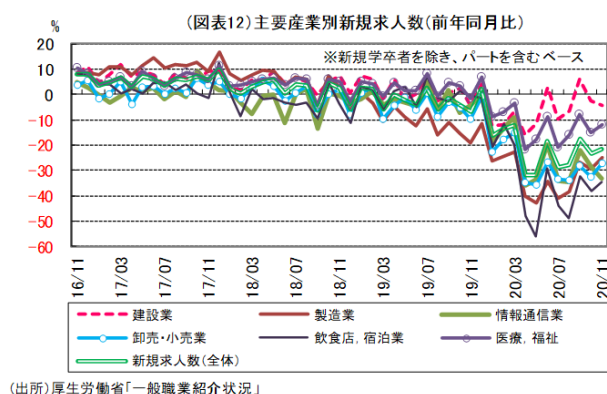
7. 有効求人倍率は2ヵ月連続で上昇

厚生労働省が25日に発表した11月の一般職業紹介状況を見ると、有効求人倍率（季調値）は1.06倍と、前月から0.02ポイント上昇した。これで、2ヵ月連続の上昇となった。（前掲図表10）。分子である有効求人数（季調値）は前月比+3.0%と2ヵ月連続の増加となった。7月に14ヵ月ぶりにマイナスを脱した後、9月の小幅マイナスを除けば、11月までの5ヵ月中4ヵ月で前月比プラスとなっている。また、先行きの雇用環境に対し、先行性の高い新規求人数は、前月比で+9.2%と、11月はコロナ感染者数が再拡大しつつある状況であったにもかかわらず、1995年2月以来の高い伸びとなった。

都道府県・地域別有効求人倍率（受理地別・季調値）をみると、11月は15都道府県で1倍を割り込んだ。10月から新たに京都府が1倍を下回った形である。京都府は、例年11月は観光客が多い時期であり、観光産業の苦境が示されている。京都府と同様に、主要な観光地である北海道や沖縄も、対前月差では上昇したものの、いまだに1倍を下回って推移している。

また、産業別一般新規求人状況をみると、宿泊業、飲食サービス業は前年比▲34.7%と、前月よりマイナス幅は縮小したものの、依然雇用環境が厳しい状況が続いている様子を示している（図表12）。一方、コロナ感染が拡大する前から人手不足が目立っていた建設業と、コロナ感染により医療需要が増加している医療・福祉のマイナス幅は比較的小さい状況となっている。

12月に入ってから、コロナ感染者数はさらに拡大し続けており、政府は年末年始のGo To Travelキャンペーンの全国一斉停止を決定した。1月以降も感染者数の拡大に歯止めがかからなければ、宿泊業、飲食サービス業を中心に雇用環境はさらなる悪化が避けられない。有効求人倍率が再び1倍を切る可能性もないとはいえない。



※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