資料4

2015年7月17日

足元の生産動向と設備投資の中期循環について

三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券株式会社

参与
景気循環研究所長
嶋 中　雄 二

この資料は7月13日12：00時点で作成いたしました
（嶋中並びに景気循環研究所の最新レポートは、下記ＨＰでご覧になれます。）

http://www.sc.mufg.jp/inv_info/business_cycle/index.html

最終ページに重要な注意事項を記載していますので、ご参照ください。

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェッブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があり、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
当社の役員（会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう）が、以下の会社の役員を兼任しております：三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫。
債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。
本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。
Copyright © 2015 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.
〒100-0005 東京都千代田区丸の内2-5-2 三菱ビルヂング 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 景気循環研究所
（商号）　三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社　金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336号
（加入協会）日本証券業協会・一般社団法人金融先物取引業協会・一般社団法人日本投資顧問業協会・一般社団法人第二種金融商品取引業協会
本資料は、英国において同国the Prudential Regulation Authorityとthe Financial Conduct Authorityの監督下にあるMitsubishi UFJ Securities International plcが配布致します。また、米国においては、Mitsubishi UFJ Securities (USA),Inc.が配布致します。

○日本の鉱工業生産の動向～生産は6月以降、自動車を中心に前月比増産へ～

表1.鉱工業生産指数の推移（2010年＝100）

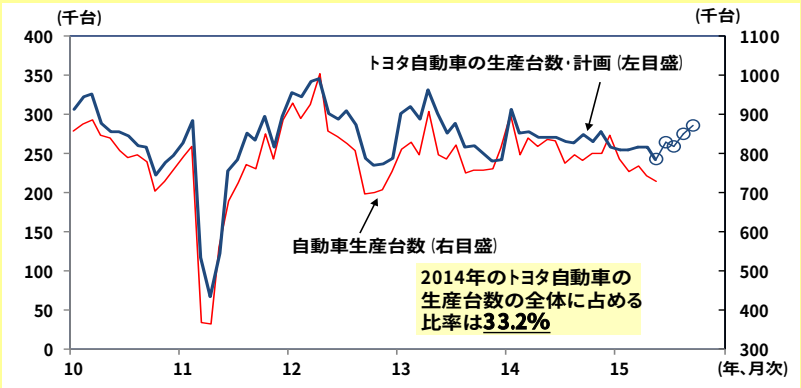
月次	2014年 8月	9月	10月	11月	12月	15年 1月	2月	3月
鉱工業生産指数	96.7	98.1	98.5	97.9	98.1	102.1	98.9	98.1
前月比（%）	▲ 0.8	1.4	0.4	▲ 0.6	0.2	4.1	▲ 3.1	▲ 0.8
前年比（%）	▲ 3.0	1.0	▲ 0.5	▲ 3.7	▲ 0.1	▲ 2.6	▲ 2.0	▲ 1.7

四半期	2014年 10-12月	15年 1-3月	4-6月予測	7-9月予測
鉱工業生産指数	98.2	99.7	*98.3*	*99.2*
前期比（%）	0.8	1.5	*◢ 1.4*	*0.9*
前年比（%）	▲ 1.5	▲ 2.1	*◢ 0.6*	*1.8*

4月	5月	6月 見込み	7月 予測
99.3	97.1	*98.6*	*99.2*
1.2	▲ 2.2	*1.5*	*0.6*
0.1	▲ 4.0	*1.9*	*1.8*

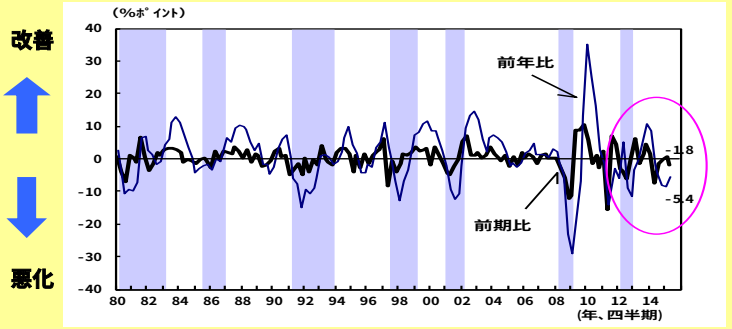
(注) 2015年4-6月期、7-9月期は、生産予測指数の前月比で機械的に延長したもの。7-9月期は、7月値。(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

図1.自動車国内生産の推移



(注) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所推計の季節調整値。
(資料) 日本自動車工業会『自動車統計月報』、トヨタ自動車『自動車生産台数』、
日刊産業新聞（15/6/25）などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2.出荷・在庫バランス（前期比と前年比）



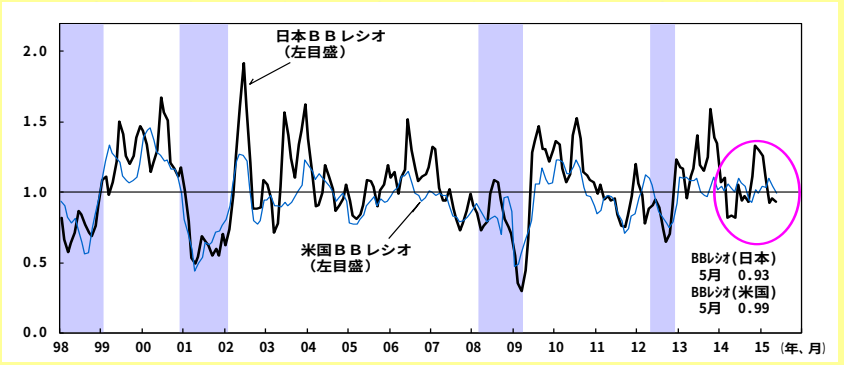
(注) 出荷・在庫バランス＝鉱工業出荷（前年比、前期比）－製品在庫（前年同期末比、前期末比）。
四半期の直近は、15年4-5月値
(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

表2.自動車国内生産台数とトヨタ自動車の生産台数・計画

	14年 7-9	10-12	15年 1-3	4-6 計画	7-9 計画	14年 12月	15年 1月	2月	3月	4月	5月	6月 見込み	7月 計画	8月 計画	9月 計画
自動車生産(万台)	78.5	81.6	77.1	*73.6*		84.6	78.8	75.4	77.1	74.4	72.9				
前期(月)比(%)	-5.3	3.9	-5.5	*-4.5*		5.7	-6.8	-4.3	2.2	-3.5	-2.0				
トヨタ(万台)	26.8	26.8	25.6	*25.5*	*27.4*	25.9	25.5	25.4	25.8	25.8	24.3	*26.5*	*25.9*	*27.5*	*28.7*
前期(月)比(%)	-1.0	-0.1	-4.4	*-0.3*	*7.2*	-7.2	-1.3	-0.3	1.5	-0.2	-5.7	*9.1*	*-2.2*	*6.0*	*4.4*

(注) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所推計の季節調整値。四半期は月平均。
(資料) 日本自動車工業会『自動車統計月報』、トヨタ自動車『自動車生産台数』、
日刊産業新聞（15/6/25）などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

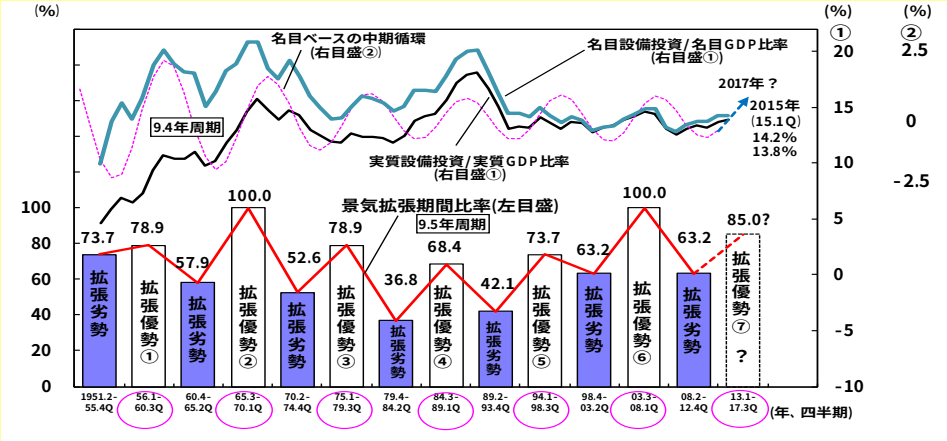
図3.半導体製造装置ＢＢレシオの推移



(注) BBレシオは、半導体製造装置の受注額を出荷額で割った比率。
(資料) 内閣府、日本半導体製造装置協会、国際半導体製造装置材料協会
(注) ■ は景気後退期（内閣府調べ）。12年4月の山と同年11月の谷は暫定日付。

○日本のジュグラー・サイクル（中期・設備投資循環）～今後17年までの間、上昇過程が続く見込み。ここで成長戦略を強化すれば、上昇がより鮮明に～

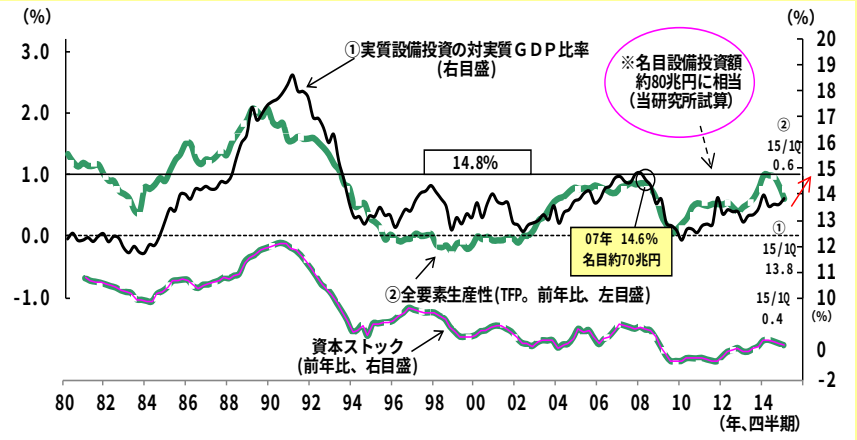
図1.景気の拡張期間で見た中期循環は、13年第1四半期～17年第3四半期に拡張優勢局面



(注1) 設備投資比率は、1979年10-12月期まで68SNA、80年1-3月期以降は93SNAベース。暦年ベース。直近は15年1Q。名目設備投資／名目GDP比率の中期循環はバンドパス・フィルターにより周期8～12年の波を抽出(1885年以降)。
(注2) 図中の棒グラフのシャドー部は、相対的に拡張期間の短い時期を示す。
(注3) 拡張期間比率は、全期間に占める景気拡張四半期数の割合 (%) 。直近の08年4-6月期から12年10-12月期については、09年4-6月期から12年1-3月期までを拡張、12年4-6月期以降を後退としたときの数値 (内閣府の暫定基準日付では、4-6月期は拡張期) 。51年度以降、4.75年 (19四半期)ずつで「拡張優勢」期と「拡張劣勢」期が交互に繰り返しており、その周期は9.5年。
(資料) 嶋中雄二『これから日本は4つの景気循環がすべて重なる。ｺﾞｰﾙﾃﾞﾝ・ｻｲｸﾙ II』東洋経済新報社、2013年。
内閣府『国民経済計算』、『景気動向指数』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

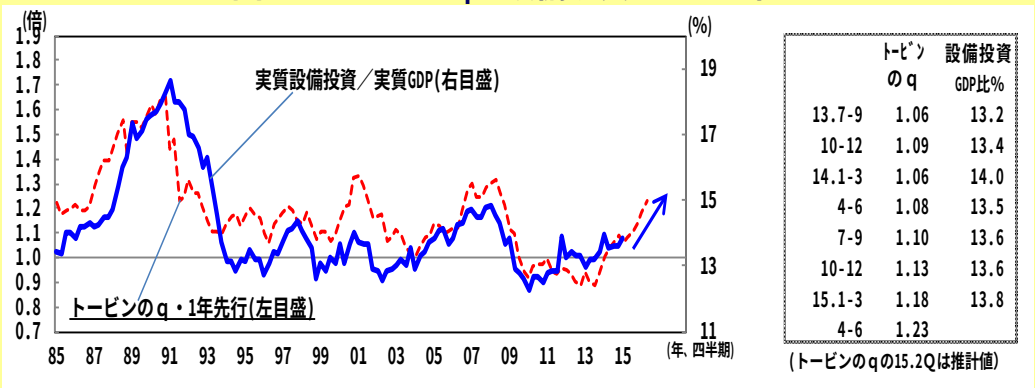
図2.設備投資比率と全要素生産性の推移

～過去において実質設備投資比率が15%弱まで上昇した時、生産性の伸び率は1%近辺に～



(注1)全要素生産性の前年比は、前年同期比の過去5ヵ年の平均値。(注2)資本ストックは純資本ストック、当研究所推計。
(資料) 内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック』、経済産業省『鉱工業指数』、
総務省『労働力調査』、厚生労働省『毎月勤労統計』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成
初出は嶋中雄二『生産性、設備循環項に連動』日本経済新聞『経済教室』06年1月30日付。

図3.トービンのqと設備投資のGDP比率



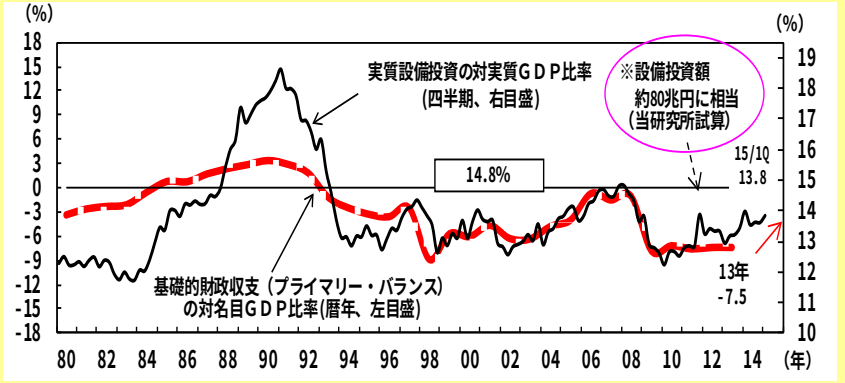
	トービンのｑ	設備投資GDP比%
13.7-9	1.06	13.2
10-12	1.09	13.4
14.1-3	1.06	14.0
4-6	1.08	13.5
7-9	1.10	13.6
10-12	1.13	13.6
15.1-3	1.18	13.8
4-6	1.23	

(トービンのｑの15.2Qは推計値)

(注)トービンのqは (株式時価総額＋負債合計) ／総資産、時価総額は東証一部(除く金融)、負債、総資産は資本金10億円以上の金融・保険業を除く全産業。四半期ベース、トービンのqの直近は15.2Qの推計値
(資料) 日本証券取引所、内閣府、財務省資料などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図4.設備投資比率と基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の推移

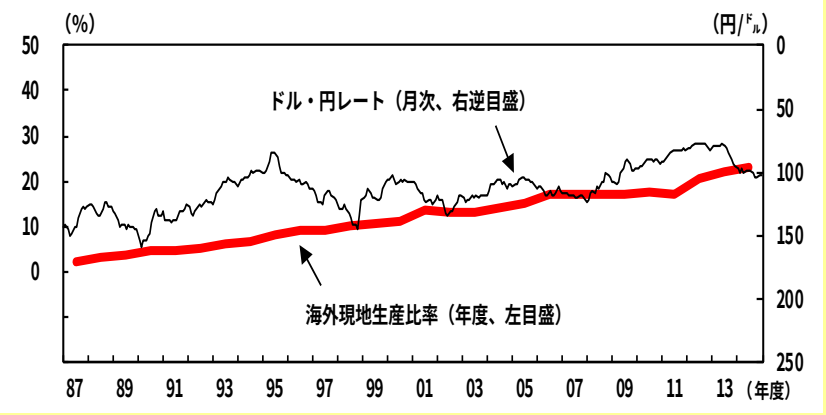
～過去において実質設備投資比率が15%弱まで上昇した時、プライマリー・バランスの対GDP比の赤字はほぼ消滅している～



(注) 基礎的財政収支 (プライマリー・バランス) ＝一般政府部門の「純貸出 (＋) ／純借入 (－) 」＋同「支払利子」－同「受取利子」。
(資料) 内閣府『国民経済計算』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

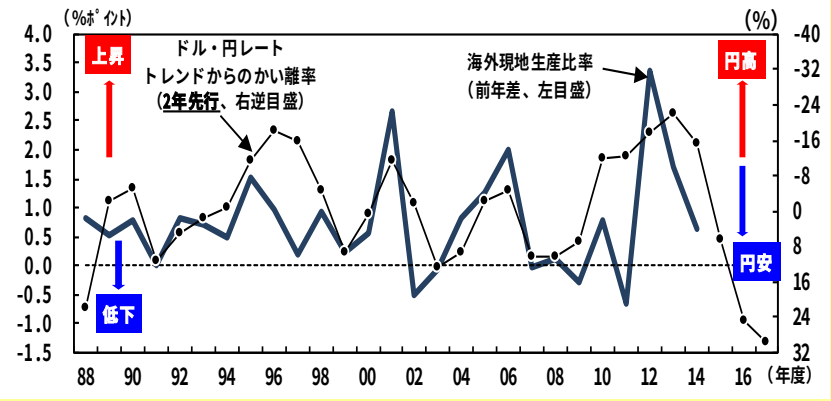
○円安～2年ラグで、生産の国内回帰を招来。この流れは、17年度まで続き、地方創生に大きく貢献の可能性大～

図1.円高トレンドに連動して上昇する海外現地生産比率



(資料) 内閣府『企業行動に関するアンケート調査』、日本経済新聞社をもとに
三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2.海外現地生産比率に2年先行する為替レート



(注) 海外現地生産比率は年度。ﾄﾞﾙ・円ﾚｰﾄは暦年末（直近は15年7月）。
(資料) 内閣府『企業行動に関するアンケート調査』、日本経済新聞社資料をもとに
三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

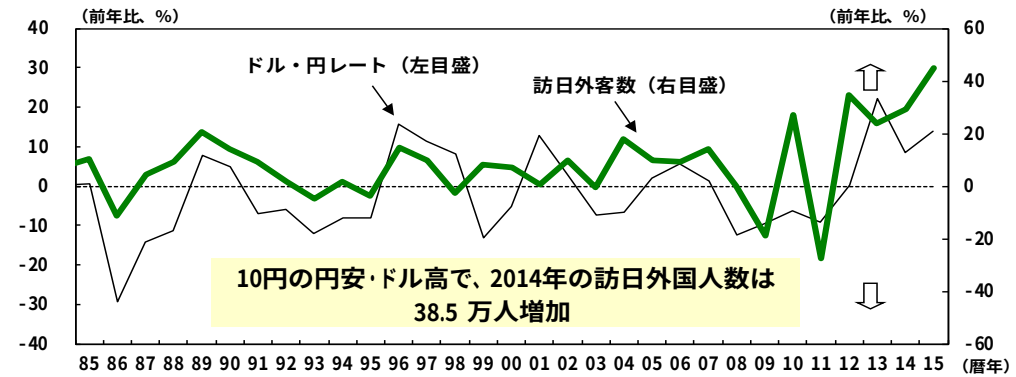
表1.最近の主な「国内回帰」事例

企業名	国内生産・投資の内容	生産拠点
ソニー	○ スマートフォン向け画像センサー	長崎県諫早市 熊本県菊陽町
JCVケンウッド	○ 高級ホームオーディオ	山形県鶴岡市
パイオニア	○ 市販向けカーナビの日本市場向け生産を国内移管	青森県十和田市 埼玉県川越市
クラリオン	○ 米市場向けカーエレクトロニクス製品	福島県郡山市
ケーヒン	○ 自動車部品の国内生産量を2年後に2～3割増やす	宮城県角田市
ツインバード	○ 国内生産比率を1割弱から2割以上に引き上げ	新潟県燕市
今治造船	○ 大型の建造設備（ドック）を16年ぶりに新設	香川県丸亀市
住友理工（旧東海ｺﾞﾑ工業）	○ 自動車用防振ゴム、車用ホース	愛知県小牧市
リコー	○ 閉鎖工場を環境事業の拠点に再生（蓄熱製品開発など）	静岡県御殿場市
小林製薬	○ 芳香消臭剤の一部 ○ マスク	宮城県大和町 愛媛県新居浜市
三井造船	○ 船舶、港湾クレーン	岡山県玉野市 千葉県市原市 大分県大分市
TDK	○ スマートフォンや自動車向け電子部品（中国生産の3割を段階的に国内移管）	秋田県由利本荘市 秋田県にかほ市
パナソニック	○ 縦型洗濯機 ○ 電子レンジ、IH調理器具 ○ 家庭用エアコン、ドラム式洗濯機（逆に、赤字の続くデジカメの生産を中国に移管）	静岡県袋井市 兵庫県神戸市 滋賀県草津市
ダイキン工業	○ 家庭用エアコンの一部	滋賀県草津市
シャープ	○ 中型冷蔵庫、52型以下の液晶テレビ、空気清浄機など	大阪府八尾市 栃木県矢板市
ホンダ	○ 国内向けミニバイク（50cc）生産の一部 ○ 新型ミニバン「ジェイド」の部品調達で国産品採用を拡大 ○ 北米・欧州向け新型「フィット」生産を日本に移管	熊本県大津町 埼玉県狭山市 埼玉県寄居町
日産自動車	○ 米国向けエンジン生産 ○ 北米向け主力SUV（多目的スポーツ車） ○ 海外で少量生産している小型車	福島県いわき市 福岡県苅田町 神奈川県横須賀市
マツダ	○ 新型SUVを本社工場から世界各地に輸出	―
富士重	○ 群馬県の工場で北米向けSUVを増産	―
スズキ	○ 海外の小型車生産などを相良工場に一部移管	静岡県牧之原市
三菱自動車	○ プラグインハイブリッド車を生産する名古屋製作所を刷新。世界各地に輸出	愛知県岡崎市
キヤノン	○ 国内生産比率を4割→5割に引き上げ（2～3年後をめどに6割まで引き上げ）	長崎県、大分県
アイリスオーヤマ	○ LED照明の生産を中国から国内に戻す	佐賀県鳥栖市
東芝	○ フラッシュメモリーの新工場を新設	三重県四日市市
トヨタ自動車 （トヨタ九州）	○ 15年度の研究開発費は過去最高の1兆500億円 ○ 主力セダン「カムリ」北米輸出を再開（振向け先の8割が国内） ○ 北米向け「レクサスRX」の一部を国内からの輸出で補完 ○ 新型車「レクサスNX」向けエンジンを増産	― 愛知県豊田市 福岡県宮若市 福岡県苅田町

(注) 15年以降の記事。一部に検討中ないしは見込み案件を含む。
(資料) 各種報道資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

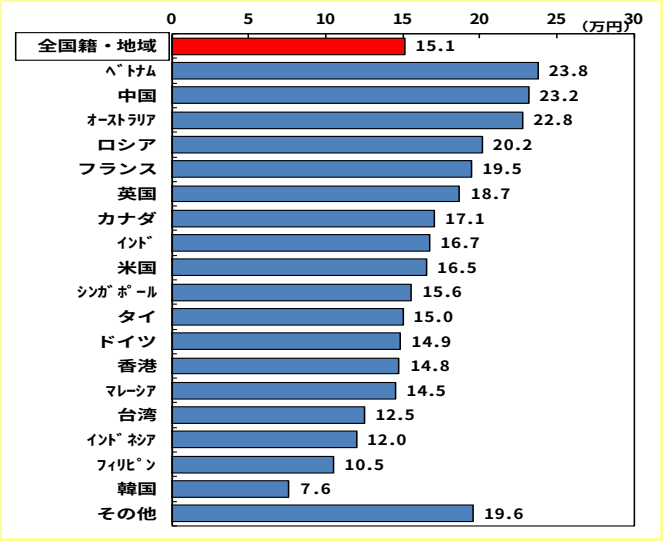
○円安傾向と規制緩和の効果で、外国人観光客が大幅増加～今後、2020年東京五輪に向けて、期待が高まる。地方創生にも即効性あり。政府は新成長戦略を発表～

図1.ドル・円レートと訪日外客数の関係



(注1) 15年のﾄﾞﾙ･円ﾚｰﾄは年初から直近までの平均値、15年の訪日外客数は1-5月値をもとに試算。
(注2)ﾄﾞﾙ･円ﾚｰﾄの1%上昇に伴う訪日外国人数の増加率は**0.36%**。訪日外国人の短期的変動を先進国GDPとﾄﾞﾙ･円ﾚｰﾄで説明する回帰分析（誤差修正ﾓﾃﾞﾙ）をもとに算出。
(資料) 日本政府観光局『訪日外客数･出国日本人数』、日本経済新聞社資料などをもとに三菱UFJモルガン･スタンレー証券景気循環研究所作成

図2.訪日外国人1人当たりの旅行支出額



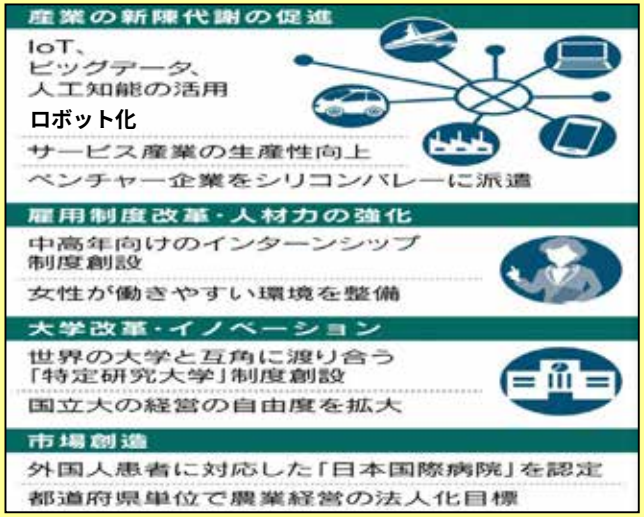
(注) パッケージツアー参加費内訳を含む。
(資料) 観光庁『訪日外国人の消費動向（平成26年年次報告書）』をもとに三菱UFJモルガン･スタンレー証券景気循環研究所作成

表1.観光関連産業と自動車、電機・電子産業の比較

		2014年度
名目ＧＤＰ	（兆円）	490.6
	（%）	(100.0)
うち製造業	（兆円）	85.6
	（%）	(17.4)
輸送機械（自動車）	（兆円）	16.9
	（%）	(3.4)
電機・電子	（兆円）	15.2
	（%）	(3.1)
うち第3次産業	（兆円）	318.0
	（%）	(64.8)
観光関連	（兆円）	17.0
	（%）	(3.5)

(注1) 鉱工業生産指数、第三次産業活動指数、全産業活動指数の業種別ウエイトをもとに算出。
(注2)電機･電子＝電子部品･ﾃﾞﾊﾞｲｽ工業+電気機械工業+情報通信機械工業。
(注3)観光関連には旅行業、宿泊業のほか、旅客運送、道路施設提供、自動車ﾚﾝﾀﾙ、公園･遊園地等を含む。
(資料) 内閣府『国民経済計算年報』、経済産業省『生産･出荷･在庫統計』、『第3次産業活動指数』、『全産業活動指数』をもとに三菱UFJモルガン･スタンレー証券景気循環研究所作成

表2.成長戦略「日本再興戦略」の素案（全体像）



(資料) 日本経済新聞(2015年6月23日付け)より三菱UFJモルガン･スタンレー証券景気循環研究所作成