

# グローバル製造業の回復は緩慢に 業種間の「回復格差」は2025年も残存

調査部 総括・市場調査チーム  
主任エコノミスト

越山 祐資  
080-1069-4835

yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp

- 年初来の半導体売上高は力強く回復。一方、世界鉱工業生産指数は低調に推移しており、製造業の回復は未だ確認されず。グローバル製造業の持ち直しは遅れている
- 製造業回復の遅れの背景に業種ごとの回復格差。好調の電子機器に対し、金利高などの影響から機械類は不調が続く。先行きも回復格差が残り、製造業全体の回復は緩慢なペースを予想
- 生産に占める業種別構成比の違いから、国・地域ごとの回復ペースにも差。電子機器・半導体の比率が高い台湾・韓国等が先行する一方、機械類の比率が高いタイなどの回復は遅れる見込み

## 1. 半導体セクターの持ち直しが鮮明な一方、グローバル製造業の回復には遅れ

2024年5月の世界半導体売上高は前年比+19.3%と、約2年ぶりの高成長となった(図表1)。これは、コロナ後の在宅特需などで空前の好況期にあった2022年4月に次いで高い伸びであり(単月の世界売上高は2022年5月が過去最高額)、半導体セクターの力強い回復を確認する結果であった。

越山・鎌田・宮寄(2023)では、世界半導体売上高からサイクル(主循環成分)を抽出し、過去の周期性をもとに半導体売上高のプラス転化時期を2024年春と予測したが、ここまでの回復の動きは想定よりも早いペースで進んでいる。また、同レポートでは、半導体サイクルは製造業サイクルに対して一定のラグをともなって先行する傾向があることを指摘した。つまり、過去の経験に照らせば、製

図表 1 世界半導体売上高、世界鉱工業生産指数



(出所) 米国半導体工業会、オランダ経済政策分析局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

造業サイクルの持ち直し時期はまもなくということになる。しかしながら、世界鉱工業生産指数は、2024年4月で前年比+1.6%と加速しつつあるものの依然として低調であり、グローバル製造業の持ち直しは想定よりも遅れている。このような半導体サイクルと製造業サイクルのかい離は、どのような理由で生じ、いつまで続くのか。また、サイクル間のかい離は、グローバル製造業の回復パスにどのような影響を与えるのか。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では、足元の半導体サイクルの強さを需要動向から評価する。第3章では、半導体サイクルと製造業サイクルのかい離原因を分析し、グローバル製造業の今後の回復ペースを評価する。最後に、第4章では、第2章と第3章の分析結果を踏まえ、主要国・地域の製造業回復時期を整理する。

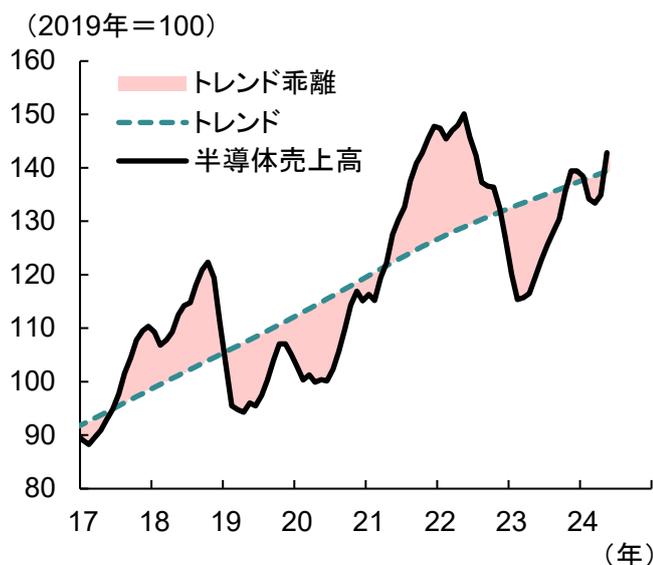
## 2. 半導体需要・エレクトロニクス製品の回復本格化は2024年後半から

### (1) 足元の半導体回復は価格主導。需要回復はこれから本格化を予想

前述の通り半導体サイクルには明確な周期性があり、世界経済との連動性が強いゆえに、周期(「山」から「山」までの期間)や転換タイミングを正確に知ることが、先行きを見通すうえで重要となる。足元の半導体売上高の回復、とりわけ需要の強さは、周期性の観点からどのように理解できるのか。

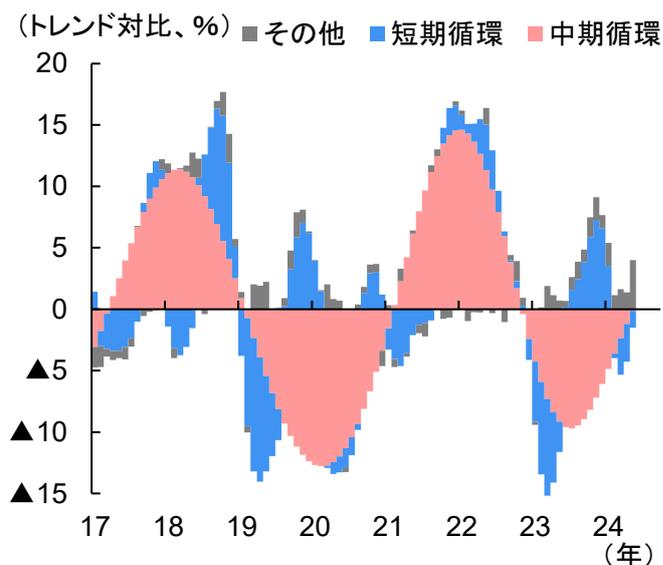
まず、2024年5月までの半導体売上高を、トレンドとトレンドからのかい離部分(循環変動)に分解したうえで(図表2)、バンドパスフィルタ<sup>1</sup>と呼ばれる信号処理手法を用いてトレンドかい離から短期(2年以内周期)と中期(2~6年周期)の循環成分を抽出した(図表3)。計算誤差があり得るため幅を持ってみる必要はあるものの、平易に言えば、これらは半導体売上高の周期的変動の「正体」を表している。結果をみると、2023年後半は短期循環がけん引する格好で回復していることがわかる。短期循環は、2年以内という循環周期や各種の定性情報を踏まえて判断すると、主に価格変動の動きを

図表 2 半導体売上高のトレンドかい離



(注) Hodrick-Prescottフィルタにより世界半導体売上高をトレンド成分と循環成分(トレンドかい離)に分解  
(出所) 米国半導体協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 3 半導体売上高(循環変動)の周期分解



(注) バンドパスフィルタにより、循環成分から短期循環と中期循環を抽出したもの  
(出所) 米国半導体協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

映じていると解釈できる。つまり、2023年後半以降にみられた半導体売上高の持ち直し局面では、価格要因が押し上げの主因だったということだ。実際、生成AIブームを背景に高性能・高価格なハイエンド製品<sup>2</sup>の需要が拡大しており、これらの製品の価格上昇が半導体全体の平均価格を押し上げているとみられる。加えて、従来製品の市況改善も平均価格の押し上げ要因になった。台湾の調査会社TrendForceなどの報告によると、主要メーカー各社の生産調整などを受けてメモリ市況が2023年後半に持ち直しており、例えばDRAM（DDR4、8GB）の価格は2023年9月以降に上昇に転じている。

短期循環が主に価格変動を反映しているならば、中期循環は、売上変化から価格要因を取り除いた概念、すなわち数量（需要）変化を映じていると考えられる。再び図表3をみると、中期循環要因は足元でようやくマイナス圏（トレンドからの下振れ）を脱出しようかという状況だ。したがって半導体需要は5月にトレンド復帰して不況期を脱出、6月以降に好況期入りと読める。以上を小括すると、半導体売上高は、価格上昇を受けて足元力強く回復しているが、景気実態により近い売上数量（需要）の本格回復を確認するには、年後半のデータを待つ必要があるようだ。

## **（2）半導体需要は2025年後半にかけて緩やかな回復が続く見込み**

今回の半導体需要回復はいつまで続くのか。生成AIブームが今後急速に萎んでしまうことは考えづらく、ハイエンド製品は好調を維持するとみられるが、問題は需要の大宗を占める従来製品の動向である。数量変動を反映する中期循環の平均周期は約43カ月だが、今次サイクルの周期も43カ月として機械的に計算すると、次の「山」は2025年7月となる。ピークを過ぎて失速しなければ、半導体需要は2025年後半まで本格的な回復局面となりそうだ。最終製品にあたるエレクトロニクス製品についても、従来半導体の主要用途であるPC・携帯電話は2024～25年にかけて買い替えサイクルが到来するとみられ<sup>3</sup>、上記の機械的計算には一定の妥当性がある。

もっとも、伸びの強さは慎重に見ておいたほうが良いだろう。主要な先進国市場である米欧の金融政策について、みずほリサーチ&テクノロジーズでは今後緩やかな利下げペースにとどまると予想しており<sup>4</sup>、長引く高金利のもとでPC・携帯電話の伸びもやや抑制されるとみられるためだ。翻って半導体についても、最終製品の動きに沿って、過去対比で穏やかな伸びにとどまろう。

## **3. 業種間の足並みがそろわず、今次製造業サイクルの回復ペースは緩慢に**

### **（1）コロナ禍の在宅特需や金利高等を背景に、電子機器とそれ以外で業種別サイクルがかい離**

半導体を含む電子機器の回復が顕在化しつつある一方、依然として製造業全体の回復色が不鮮明であるということは、電子機器とそれ以外の業種の間で回復ペースの差が大きく、後者の低迷が続いていることを示唆する。

足元の局面を業種別に確認するため、主要6地域25カ国（日米欧中韓台）の生産指数を用いてグローバル製造業の業種別サイクルを抽出した<sup>5</sup>。業種は5分類に大別しており、それぞれに包含される製品群は図表4に例示した通りだ。試算結果（図表5）をみると、2024年4月時点で電子機器はすでに底打ちしている一方、電子機器以外の消費財、素材・加工品、産業機械、輸送機器は依然として底打ちしていないことが見てとれる。

過去の製造業サイクルは、データ開始期の2006年からコロナ禍前の2019年まで、業種ごとの振幅が概ね連動していた。しかしコロナ禍以降、とりわけ今次局面ではサイクルの業種間かい離が大きく拡

がっている。こうした業種間かい離は、今後縮小へ向かうのだろうか。

## (2) 先行きも業種間回復格差は残存。製造業サイクルの回復ペースは緩慢に

足元の業種間かい離の背景から検討しよう。電子機器のサイクルが先行している背景としては、元より電子機器の循環周期が他業種と比べてやや短い傾向にあることが挙げられる。加えて、コロナ禍の在宅特需で好況期が前倒しになったことで、サイクル転換のタイミングが早まった可能性もあろう。

一方、その他の業種が遅行している理由としては、金利高の影響が挙げられる。足元で米欧の金利はリーマンショック以降で最も高い水準にあり、資金調達コストの上昇が設備投資や耐久財消費の重石になっている(図表6)。とりわけ産業機械・輸送機器は、導入・購入に際して借入れをとまなうのが通常であるため金利高による需要抑制効果を受けやすいほか、地政学リスクの高まりや米大統領選を控えた様子見姿勢が設備投資に対する下押し圧力となっているとみられる。

かかる整理を踏まえると、業種別サイクルが収れんしていくためには①金利が十分に低下するか、②電子機器サイクルの周期が長くなるか、③あるいは全く異なるショックの発生が必要になる。まず、①について、前述の通り当面は金利高が続くとみられ、短期的に条件が満たされる可能性は大きくない。②についても、市場成熟や顧客ニーズ変化にともなう製品サイクル長期化など、構造要因が働かないわけではないが、向こう数年での周期短縮は見込みづらい。

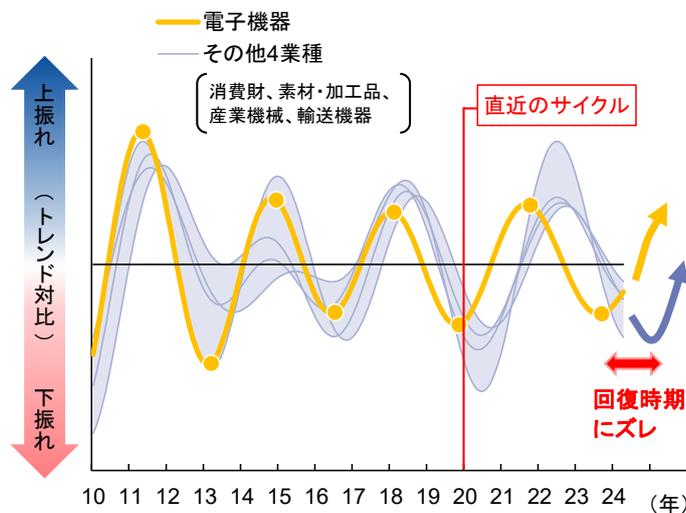
したがって、今回の製造業回復局面では、業種別サイクルが収れんせず、大きな「回復格差」をとまなうと予想される。具体的には、電子機器は2024年半ばから2025年にかけて本格回復する一方、その他業種では2024年末から2025年に本格回復がずれ込むとみられ、とりわけ機械類は力強さを欠く見込みだ(図表7)。各業種の回復タイミングが一致しないことで、製造業全体としての回復ペースも緩やかなものにとどまるだろう。なお、こうした回復格差は、電子機器のピークアウトが予想される2025年後半まで続くものの、その後はむしろその他の業種の回復基調が強まる中で、徐々に縮小しよう。

図表 4 業種分類

業種分類	製品例
消費財	飲食料品、衣類、家具、玩具
素材・加工品	石油製品、化学製品、金属製品
電子機器	電子部品(半導体を含む)、コンピュータ、通信機器
産業機械	発電機、タービン、冶金用機械、事務機器、計測機器
輸送機器	自動車、バイク、船舶、航空機

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 5 業種別サイクル



(注) 業種別の循環変動を抽出した指数

(出所) 米国半導体工業会、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### 4. 主要国・地域の生産回復時期

先行きも業種間回復格差が残存するのであれば、生産に占める業種別構成比の違いを反映して、国・地域ごとの生産回復にも時差・温度差が生じるはずだ。

本稿の分析を踏まえ、回復時期が早い順に、主要国・地域を3つのグループに分類した。台湾・韓国・米国がグループ1、シンガポール・マレーシア・ベトナム・日本・欧州がグループ2、フィリピン・インドネシア・タイがグループ3である。なお、中国は業種別構成比からみるとグループ2に近いが、米中間の経済分断が進んでいるほか、国内シェア争いなどの企業行動に起因する生産過剰が生じている<sup>6</sup>。現下の状況を鑑みると、グローバル製造業サイクルとの連動性から中国製造業の生産回復時期を判断することは適当でないため、整理の対象から除外した。

以下、グループごとに詳述する。

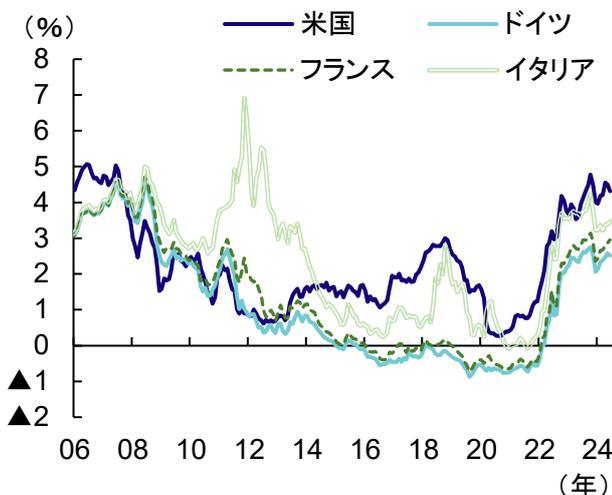
##### (1) グループ1：台湾・韓国・米国

台湾・韓国は、電子機器、とりわけ半導体の生産比率が高く、ハイエンドな半導体製品において顕著な競争力を有している。これらの国では生成AIブームの追い風を受けてすでに生産回復が本格化しており、先行きも堅調な回復が続こう。米国は電子機器比率では一段劣るが、生成AI関連の開発は米国（あるいは米国企業）を中心に進められており、生成AIブームの今後の盛り上がり次第では、先行的に回復が始まる可能性がある。

##### (2) グループ2：シンガポール・マレーシア・ベトナム・日本・欧州

シンガポール・マレーシアは電子機器比率がグループ1に次いで高く、半導体生産でもシェアを持つ一方、これらの国の半導体は汎用製品が主軸である。生成AIブームによる押し上げ効果は限定的とみられ、製造業の好況期が訪れるのは最終製品の需要回復が進む2024年後半とみられる。ベトナムは、携帯電話生産と米国向け消費財の動向から影響を強く受ける。グローバルな携帯電話出荷台数はすでに底打ち感がみられる一方、米国の個人消費について、みずほリサーチ&テクノロジーズでは、低所

図表 6 欧米先進国の名目金利



(注) 5年債利回り

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 7 5業種の先行きイメージ

業種分類		回復開始時期	回復の強さ
電子機器		2024年半ば	緩やか
非電子機器	消費財	2024年後半～ 2024年末	緩やか
	素材・加工品		緩やか
	産業機械	2024年末～ 2025年前半	弱い
	輸送機器		弱い

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

得層を中心に2024年後半にかけて減速すると予想している。これらを総合すると、ベトナム製造業の回復期入りも、やはり2024年後半ではないか。日本・欧州は、電子機器比率で見ると中庸だが、金利高の影響を受けやすい産業機械や輸送機器のウェイトがやや大きいことを踏まえると、回復局面入りも2024年末にずれ込むかもしれない。なお、日本の国内金利は低水準で、先行きの上昇幅も0.5%Pt程度にとどまる見通しだが、欧米で金利高による需要下押し効果が現れることで、輸出向けの生産回復が抑制されるとの見方である。

### **(3) グループ3：フィリピン・インドネシア・タイ**

フィリピン・インドネシア・タイは、グループ1とは対極的だ。主要国・地域では最も電子機器比率が低いグループであり、早期回復の恩恵は期待できない。特に、タイは部品製造から組み立てまで自動車サプライチェーンが幅広く集積し、生産に占める輸送機器の比率が高い。同国の国内自動車販売台数が伸び悩んでいることもあり、当面は輸送機器が重石になろう。フィリピンの製造業は国内需要向け消費財の比率が高く、回復ペースは同国の内需動向に左右される側面が大きい。高金利下で内需回復が緩慢とみられる中（詳細は「2024・2025年度 内外経済見通し」を参照）、製造業への下押し圧力も当面続こう。グループ3では、製造業の不況脱出が2025年に持ち越す可能性がある。

## [参考文献]

Christiano, L. J., & Fitzgerald, T. J. (2003). The Band Pass Filter. *International Economic Review*, 44(2), 435-465.

越山祐資・鎌田晃輔・宮寄浩 (2023) 「シリコンサイクルは漸く底打ち 一前年比プラスとなる「回復」局面は来春の見込みー」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2023年7月10日

月岡直樹 (2024) 「中国経済の宿痾たる過剰生産能力 — 鉄鋼や「新三様」が貿易摩擦の火種に —」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2024年5月9日

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) 「2024・2025年度 内外経済見通し — 二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パター —」、2024年7月2日

みずほ銀行産業調査部 (2024) 「主要産業の需給動向と短期見通し (2024年7月)」、Mizuho Industry Focus、2024年7月12日

<sup>1</sup> バンドパスフィルタは、原系列から特定周波数（周期）の波を取り出す手法。本稿では Christiano and Fitzgerald (2003) の手法を採用した。

<sup>2</sup> ミエヌビディアの GPU（画像処理装置）や、韓国 SK ハイニックス・サムスン電子が得意とする HBM（広帯域メモリ）など。

<sup>3</sup> [https://www.mizuho-bank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/mif\\_250.pdf](https://www.mizuho-bank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/mif_250.pdf)

<sup>4</sup> <https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/2024/pdf/outlook240702.pdf>

<sup>5</sup> 主要国・地域の業種別生産指数を構築し、ダイナミックファクターモデルによって業種別共通因子（業種ファクター）を抽出。抽出した各業種ファクターにスペクトル解析を行って周期成分を確認したうえで、バンドパスフィルタによって各業種の中期循環成分（概ね 3～6 年周期）を取り出したもの。

<sup>6</sup> <https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/express/2024/express-as240509.html>

**【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QR コードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。