

鉱工業生産、先行指標は改善軌道を維持

資本財予測は大幅な上振れ、リスク警戒の反動余地

2017/5/1

3月の鉱工業生産指数（2010年＝100）は前月比－2.1%となり、市場予想の－0.8%を下回る2カ月ぶりの低下となった。年初に増産となった半導体製造装置の反動減が影響したほか、海外の複合リスクや円高への警戒感が生産を抑制させている。もっとも先行指標では設備投資に関する資本財・生産予測の大幅な上振れを始め、循環的な改善軌道を堅持させている。日銀試算の需給ギャップは1ドル＝100円割れ場面のあった昨年7－9月でもプラス回復となっており、円高などに対する抵抗力増強と景況心理面での自信回復が注目されよう。

昨年に需給ギャップがプラス回復、円高抵抗力

「日本のリスク資産（株式と不動産）は引き続き、数年にわたる構造的な強気相場に向かう軌道にあるとみている。2017年は売上高の伸びの拡大と円安に支えられ収益モメンタムが好転し、25%から30%の増益を達成する可能性がある（2016年は約8%の減益）」――。

米国系大手資産運用会社のアジア担当幹部は、本格化する決算発表を前にしてこのような前向き見通しを示している。今年度業績にはドル安・円高などのリスクが残るものの、「世界経済の成長率とほぼ連動する売上高の伸びが仮に3%上昇すれば、1ドル＝110円であっても30.5%の増益となる」（同）可能性があるという。

世界経済に関しては、依然として過度なトランプ政策期待の剥落や米国の保護主義、欧州政治リスク、北朝鮮などの地政学リスクといった不透明要因が山積したままだ。それでもIMF（国際通貨基金）は18日、「世界的に金融市場が活況を呈し、製造業や貿易では待望の景気循環的回復が進みつつあるなか、世界経済は2016年の3.1%成長から2017年には3.5%、2018年には3.6%へ上昇する」として3%成長を予想している。

4月以降については、世界的にリスク回避が再燃してきた。それでもMSCI世界株指数（先進国、ドルベース）では、「米国を除いた世界株」でも27日時点で月初来＋1.95%の底堅さを保ったままだ。年初来では＋8.13%と米国指数の＋6.94%を上回っており、「米国のトランプ政策失望」を加味しても世界経済は循環的な回復軌道を固めつつある。

為替相場に関しては、先行きドル安・円高リスクが消えていない。それでも日銀による需給ギャップ試算では、最新28日の修正値で昨年7－9月が＋0.09%、10－12月が＋0.61%と2期連続でのプラスとなっている。昨年7－8月は1ドル＝100円割れの

円高局面があったほか、11月初旬にかけては米大統領選警戒などによるドル安圧力が続いたが、逆に需給ギャップは2014年1－3月以来となる2期連続プラスを回復させた。1990年代以降では見られなかった構造変化であり、日本経済の逆風抵抗力の増強と、昨年度の耐性実績を踏まえた企業経営者のリスク過敏症の修正が注目されよう。

その中であって最新3月の鉱工業生産は、前月比－2.1%と再減速に転じた。あくまで年初から増産となった半導体製造装置などハイテク関連の反動減が影響したものの、乗用車が前月比－2.5%、トラックが－8.9%に落ち込むなど、米国を始めとした自動車販売のピークアウトなどが懸念されている。品目別の月別生産ではアルミニウムエクステリアや橋りょう、一般用タービン発電機、ショベル系掘削機械などもマイナス幅の大きさが目立った。

しかし、生産予測調査では4月が前月比＋8.9%となり、循環回復軌道への早期回帰が見込まれている。化学は4月が＋2.1%、5月が＋1.0%と2カ月連続でのプラスが予想されるなど、緩やかながらも底堅さが持続される見通しだ。4－5月にかけては海外で不確定材料が続くものの、その後には過度なリスク回避の反動による生産モメンタムの拡大余地が残されている。

生産先行の出荷・在庫バランス、四半期でプラス

さらに生産予測調査では、設備投資の先行指標となる資本財（輸送機械を除く）が4月見込みで＋24.6%もの大幅増となった。新年度明けなどによる季節要因があるとはいえ、震災直後にあたる2011年5月の＋20.1%を上回る直近最高を記録している。最近では2015年1月に＋12.3%という大幅な改善予測があったが、日経平均の月間高値は同月の1万7850円から6月の2万0952円方向まで切り上がる連動性が観測されていた。その前の予測2ケタ増ケースでも、過去実績では生産回復と株高の追従パターンが目立っている。

同様に鉱工業生産指数の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す「出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）」は四半期ベースで1－3月に＋7.7%となった。前期の＋6.9%からプラス幅を拡大させており、2014年10－12月の－8.1%をボトムとした循環回復の軌道が明確化されつつある。

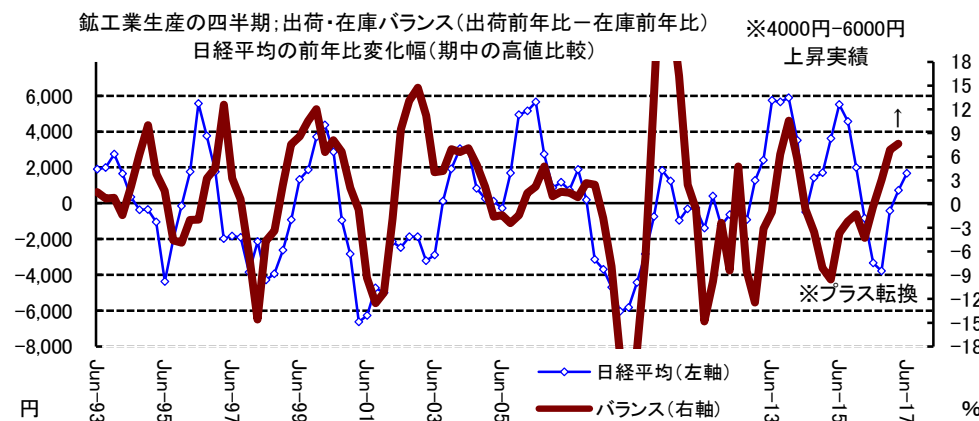
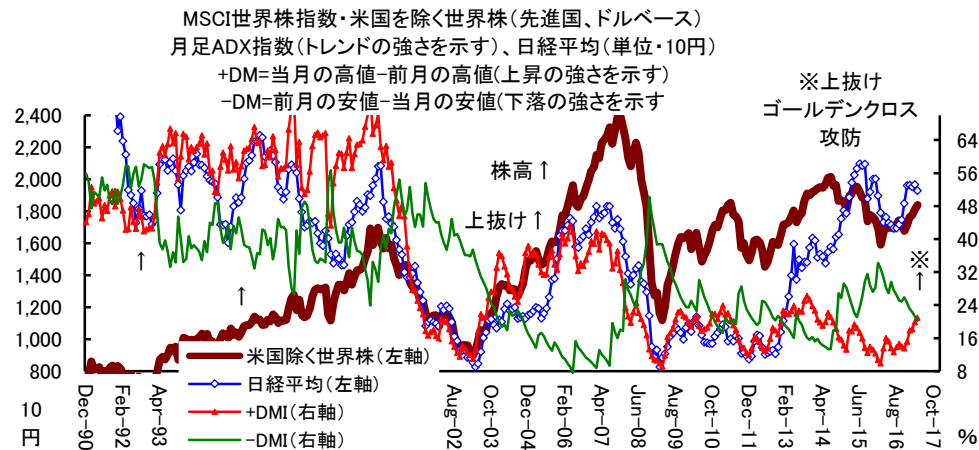
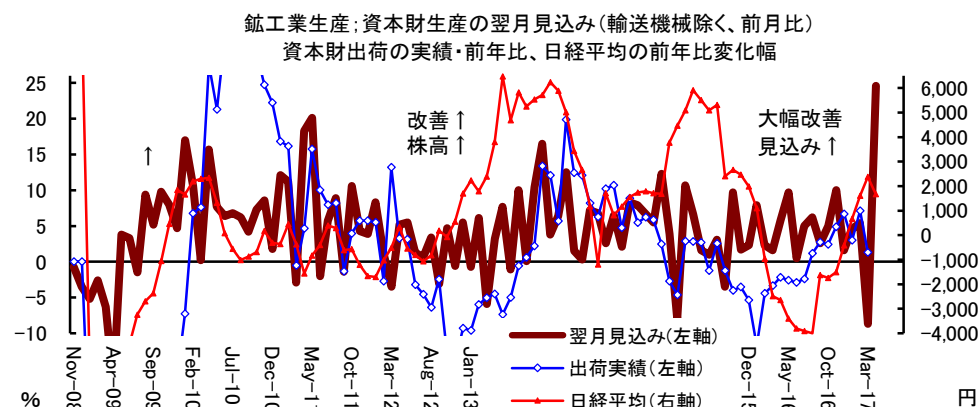
同バランスは生産の先行指標として、過去に日経平均株価とは確度の高い相関性を有してきた。現在のような同バランスのプラス回復の局面入りでは、日経平均が月間高値の比較ベースで前年同月比＋

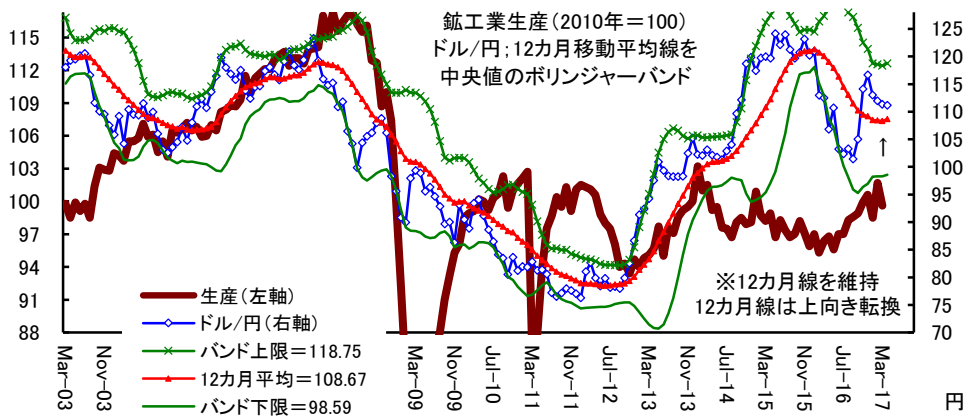
4000 円から+6000 円は上昇する循環パターンが繰り返されている。昨年の月間高値は 1 万 6900 円から 1 万 9500 円前後となっており、過去実績に沿えば今年の年後半にかけて 2 万 1000 円から 2 万 3000 円方向を試す可能性はまだ非現実的ではない。

循環トレンドを示す四半期ベースでいえば、1-3 月に生産が前年比+3.8%と 3 期連続でのプラス化を示した。一方で在庫は-3.9%となり、4 期連続での減少で在庫調整が継続したが、マイナス幅は昨年 10-12 月の+4.8%で底入れしてきた。生産の前年比と在庫の前年比を総合判断した「在庫循環図」では、2014 年後半からの在庫積み上がり局面から在庫調整局面、その後の生産抑制による意図せざる在庫減局面を経て、足元では「前向きな在庫積み増し」

や「在庫不足対応」に向けた循環的な生産回復のポジティブ軌道を固めつつある。

なお、1-3 月鉱工業生産の品目別・出荷指数のうち、前月比でプラス率が大きく、かつ 2 四半期連続でプラスになっている改善品目としては、蒸気タービン部品、アクリロニトリル、機械プレス、橋りょう、紡績・準備機械、アクティブ型液晶素子（中・小型）、混合機・かくはん機・粉砕機、プレストレストコンクリート製品、毛織物、合成アセトン、個装・内装機械、フェノール、数値制御ロボット、液体塩素、空気圧バルブ、電気掃除機、ショベル系掘削機械、モス型半導体集積回路（メモリ）、電気測定器（除・半導体・IC 測定器）——などが並んでいる。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。