

鉱工業生産、在庫抑制が回復持続性支援

循環天井は尚早、資本財出荷は08年以来の高水準

2017/10/2

8月の鉱工業生産指数（2010年＝100）は前月比＋2.1%の103.6となり、2カ月ぶりにプラス回復となった。2008年以来の高水準となった4月の103.8に再接近してきたほか、設備投資の先行指標である資本財出荷は特殊要因による単発的な上振れを除くと、2008年7月以来の高水準に改善している。生産回復でも在庫指数は前月比で3カ月連続の低下となっており、余剰在庫の抑制が国内外での予期せぬリスクに対する下押しショックを軽減させ、緩やかながらも息の長い循環回復の持続性を支援する。

在庫循環図、「良い在庫積み上げ」への移行余力

「9月上旬に実施した9－10月の生産計画と生産予測調査では、9月が前月比－1.9%、10月が9月計画比で＋3.5%となっている。9月の生産が若干上振れし、多くの月のように実績が生産計画から下振れするであろうことを加味しても、10月の生産は実績段階で若干のプラスになることが期待できる。引き続き生産水準が維持される可能性が高い」――。

経済産業省は最新の生産予測調査に関して、このような分析を行っている。生産改善の先行き持続性を支援するのが在庫の減少であり、8月の鉱工業在庫は前月比－0.6%（7月は－1.1%）と3カ月連続でのマイナスとなった。8月の在庫指数値は昨年12月の在庫レベルを下回っており、「今年に入って積み上がった分が、この8月に解消された」（同）と見られている。

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、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フェーズへと向かい始めた。年初からの余剰在庫や在庫投資は早くも調整が一回転しており、先行き前向きな在庫積み上げに即した循環的な生産増勢の余力が残存している。

過去の日経平均株価でいえば、循環的な在庫調整（在庫減少）の一巡から株価が上昇トレンドに転換し、良い在庫積み上げを経て、悪い在庫積み上がりのピークを迎える時点で株価が天井を形成してきた。前回の株高ピークである2015年についても、4月段階で先行して在庫が前年比＋6.2%へと大きく積み上がり、8月にかけての株価頭打ちの先行シグナルを発している。2007年の株高ピークアウトでも、2006年から2007年にかけて在庫は前年比＋2%から＋3%前後で高原状態の高止まりが先行観測されている。

ひるがえって現在の在庫抑制は、企業による先行き慎重姿勢や需要減退の事前察知が示唆されている反面、現状からの過剰在庫による在庫調整と生産調整に伴う株安リスクを低減させていく。同時に在庫が限られていることは、先行き国内外での政治リスクや地政学リスクなど予期せぬショックに対し、生産下振れの深度や期間を縮小させる耐性強化につながる。

しかも8月時点での在庫抑制は、10月以降の年度下期以降にかけての生産増加余地と企業収益の拡大余地を示唆するものだ。過去実績として現在のような生産が改善を維持している中で在庫減少は、その後生産・収益の連鎖改善につながり、翌年度の株主配当増加を担保する先行指標となってきた。

ちなみに8月の在庫低下について、在庫調整の寄与度が大きかった品目としては、鉄鋼業のフェロニッケル、鋼半製品、普通鋼鋼帯など、非鉄金属工業の電気銅、電気金、伸銅製品など、化学工業のパラキシレン、モイスタチャークリーム、非イオン界面活性剤など、その他工業の乗用車用タイヤ、トラック・バス用タイヤなど、窯業・土石製品工業のセメント、護岸用コンクリートブロック、ファインセラミックス（一般構造物材）――などが目立っている。内需関連でも順調な在庫の取り崩し品目が含まれており、先行き生産の拡大を牽引する分野として期待されやすい。

資本財出荷、過去ピーク比で改善エネルギー残存

また、国内では4月の年度明け直後に設備投資計画に上振れ期待が高まったあと、実際の投資実績は伸び悩みの指標も見られている。しかし、8月の鉱工業生産では設備投資の先行指標となる資本財出荷（輸送機械を除く）が、前月比＋9.4%の123.2と3カ月ぶりの大幅プラスに転じてきた。指数水準としては特殊要因などで上振れとなった2015年1月の123.6を除くと、2008年7月以前の高いレベルを回復している。

また、設備投資の循環サイクルとも符合する資本財出荷は1980年代以降、循環回復局面で前年比プラス幅が「12カ月間の累計」で＋100%から＋200%を超えてくると、投資の過剰過熱ピークで天井を形成する循環パターンが繰り返されてきた。最近では2014年9月に＋124%で過熱天井となり、1年後の2015年7－9月にかけて生産指数や日経平均株価が頭打ちから下落に転じた先行実績を有している。

現在の場合、資本財出荷は今年1月から前年比プラス転換となったが、8月時点で前年比プラス幅の

12 カ月間累計は+58%にとどまっている。過去実績に比べると慎重姿勢が強い分だけ過剰投資が抑制されており、循環回復の持続エネルギーが残存している。

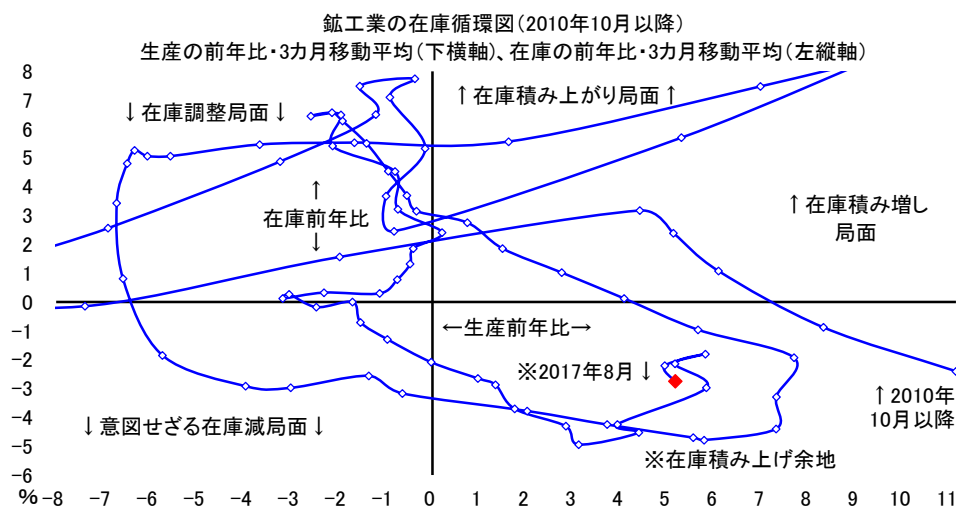
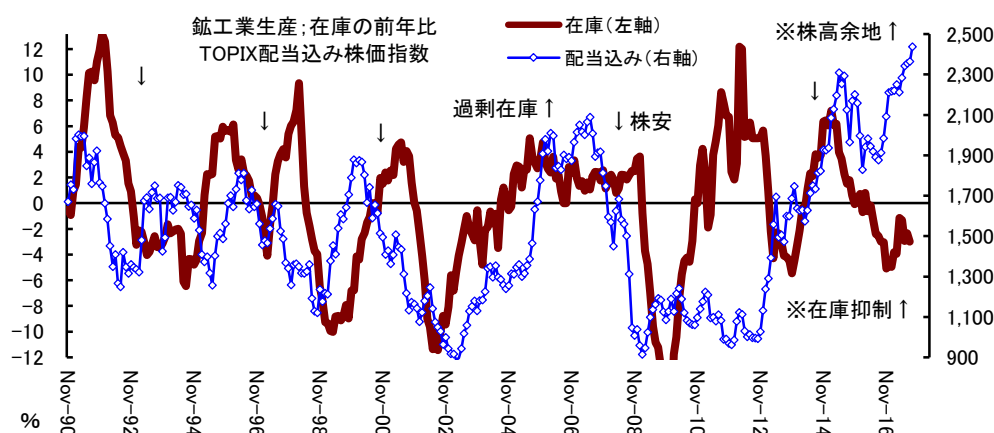
9 月調査の生産予測調査では、8 月の鉱工業生産からすると 10 月予測となる「翌月予測」で、資本財生産は前月比+16.0%もの急上昇を記録した。最近では 3 月調査での 5 月予測が+28.1%の大幅プラスとなり、実際の 4-5 月の上振れの先行指標となった。その意味で 10 月の年度下期以降にかけても、設備投資の増勢余地に期待をつなぐものとなっている。

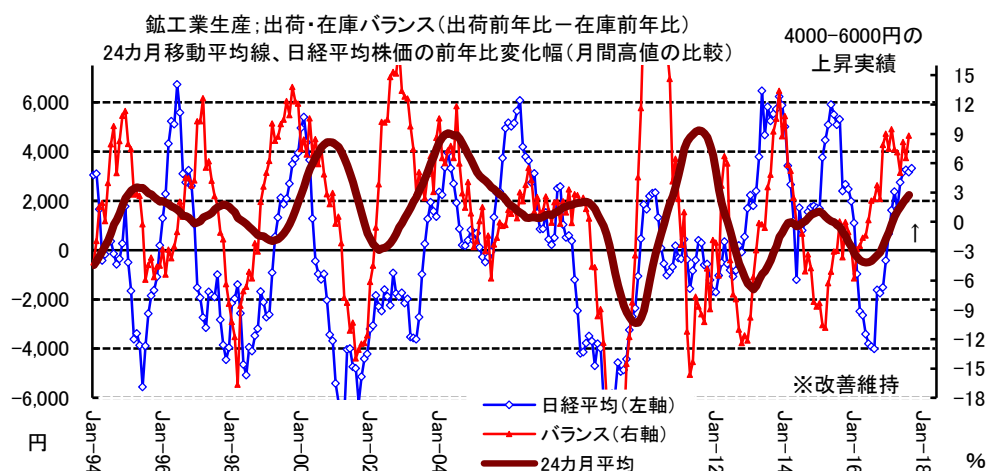
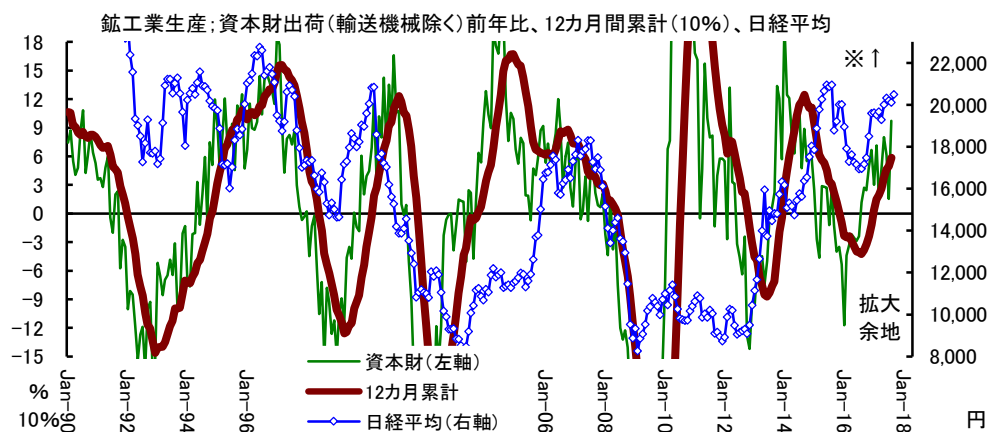
おりしも鉱工業生産指数の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す「出荷・在庫バランス（出荷前年比-在庫前年比）」は 8 月に+8.81%となった（7 月は+6.52%）。昨年 1 月の-5.79%をボトムとした循環回復のプラス軌道を維持しており、回復ペース

は緩慢ながらも、先行き循環的な在庫積み上げと生産・出荷の増加サイクルの継続余地は残されている。

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局面では、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。すでに今年 9 月には、前年比で+3324 円という実績を残している。

昨年の日経平均・月間高値は 10-12 月が 1 万 7461 円から 1 万 9592 円、今年は 9 月に 2 万 0481 円まで上昇する場面が見られてきた。あくまで過去の鉱工業生産との相関性実績でいえば、10-12 月から来年にかけて 2 万 1000 円から 2 万 4000-5000 円方向を試す可能性は非現実的ではない。





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。