

出荷・在庫バランス、先行悪化が一服

生産に先行、ドル安警戒も世界成長の均衡安定化支援

2018/2/2

12月の鉱工業生産指数（2010年＝100）は前月比＋2.7%の106.3となり、指数ベースでは2008年10月以来の高水準を回復してきた。在庫循環図では在庫積み増し局面へと向かいつつあり、今後は良い在庫投資と意図せざる在庫増加の見極めが警戒されるが、生産に先行する出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）は先行悪化を経て一旦の底入れとなってきた。ドル安リスクは残るものの、当座は投資・資本フローの米国集中分散化や新興国を中心としたドル建て債務の負担減殺などで、バランスの取れた世界成長の均衡安定化を支援する。

新興国ドル建て債務、米金利上昇をドル安が減殺

「現在はドル安と米国債金利の上昇（債券価格は下落）が世界経済のリスクになっているが、新興国を始めとした巨額なドル建て債務の保有国にとっては、ドル安が米金利上昇の打撃を中和させるバッファになっている」――。

このほどスイスのダボス会議に参加してきた有力国際金融筋は、このような解説を行う。過去に米FRBによる量的緩和（QE）終了や利上げの地ならし・始動などによる米債金利の上昇局面では、2013年や2015年に米金利上昇とドル高・新興国通貨安が同時に進展した。低金利でドル借入れを膨らませてきた中国などの新興国には打撃となったほか、新興国からの資金流出懸念が世界成長の減速とグローバルな市場混乱を後押しさせている（チャイナ・ショックなど。日本ではリスク回避で円高・株安）。

現在も29日からは米国市場で「ドル安・米債金利上昇（債券価格は下落）・株安・原油安」という負の共振連鎖が顕在化し、ジワリと新興国の市場や経済への悪影響が懸念されつつある。ドル安は米トランプ政権による保護主義リスクとあいまって、新興国の輸出には先行きマイナスとなるものだ。

その一方、30日までの直近5日間では世界の主要株価指数の上昇率リターンで、上位にベネズエラ、ウクライナ、ブラジル、ベトナム、サウジアラビアなどの新興国株指数が君臨しており、現状段階ではドル安と米金利上昇の世界打撃は抑制されている。

引き続きトランプ政権によるドル安・保護主義のカードは警戒されるものの、前出の国際金融筋によると、1) トランプ大統領は経済重視・株価重視であり、11月の中間選挙までは世界経済の減速や米国株の大幅下落につながる強引政策は実行しない、2) 中国牽制を含めた貿易不均衡の是正圧力は、あくまでも中間選挙対策としての支持者向け「口先」アピールに過ぎない、3) トランプ政権は資源エネルギーと

環境などで規制緩和を「有言実行」させており、資源関連を中心に米国の輸出は飛躍的に増加していく――可能性が高いという。結果として世界減速やドル安の度合いには、ブレーキ機能が働くことになる。

同時に現状の「2014年以降の強過ぎるドルの修正」という範囲内の適度なドル安であれば、1) 投資・資本フロー面での米国集中を国際分散化させる、2) 米国内での株式・不動産バブルの過熱を他国に放散させるガス抜き効果がある、3) 世界的な低成長や低インフレ懸念などによる過度な米国債滞留（安全逃避）を、新興国など世界の成長分野ヘリスクマネーとして覚醒・分散させる、4) ドル安は米国経済を刺激し、米国の景気改善を延命させる――といったプラス効果も無視できない。

2014年以降は米国主導で世界経済が回復し、ドル独歩高が進行してきたが、今後は欧州や新興国などへの資金流入・回帰（ドル安）と広範な地域の成長底上げによる「世界成長の均等安定化」に寄与していく。

過去には2002年から2007年にかけてのBRICsブームなどによる世界成長と日本の生産改善局面でも、2002年から2004年にかけてはドル実効指数の下落と同時進行で、新興国や欧州を含めた世界成長が後押しされた。日本は為替介入などで急激なドル安ペースを制御させる一方、現在と同じようにユーロ/円などクロス円では円安が進み、鉱工業生産は改善軌道がサポートされている。2005－2007年にはドルが反発に転じ、ドル/円、クロス円での円全面安と生産の改善持続が同時観測されている。

設備投資先行の資本財出荷、大幅改善の軌道堅持

その中で日本の鉱工業生産では、最新12月に前月比＋2.7%に上昇した。自動車・同部品が国内の新車販売で改善したほか、ショベル系掘削機など建設機械が好調となっている。電子部品・デバイスではスマートフォン関連のピークアウトが警戒されているが、大型液晶パネルの生産増加などが代替の下支え役となってきた。

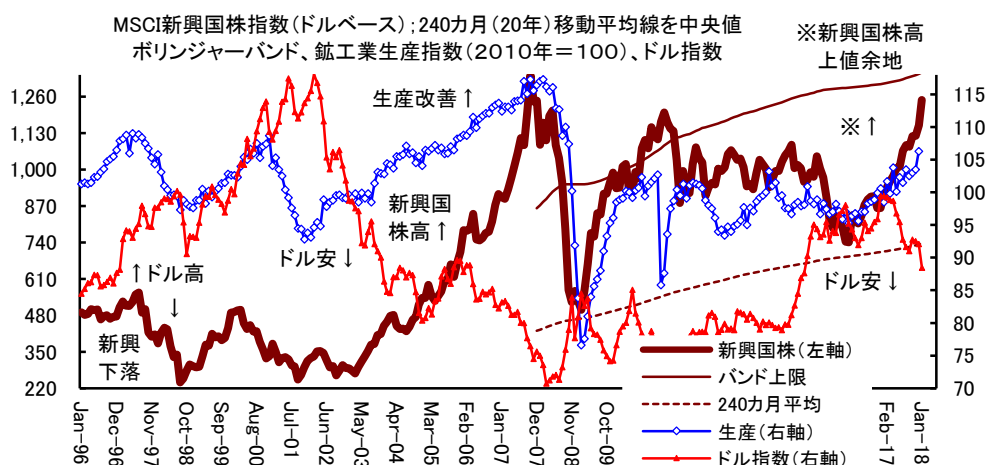
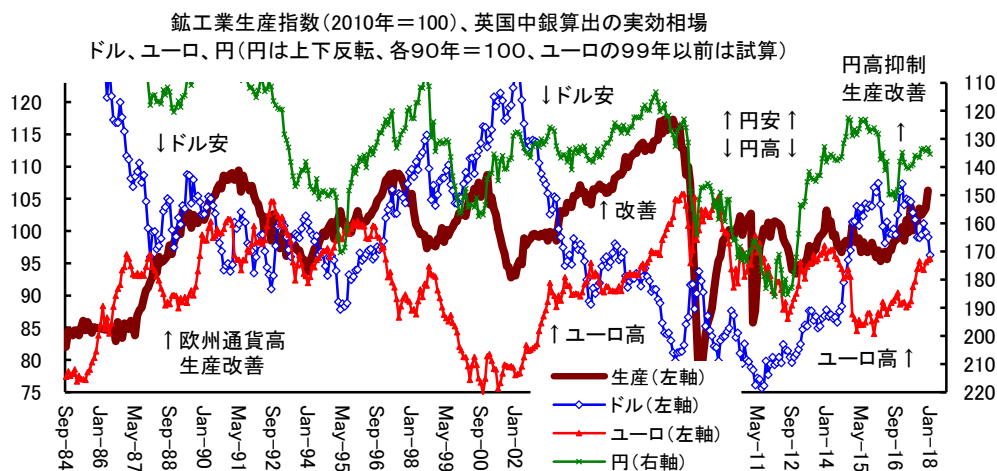
ただし、在庫循環図では、2015年以降の悪い在庫調整局面から、意図せざる在庫減局面、在庫調整の一巡と生産改善という好循環を経て、ジワリと在庫積み増し局面へと移行しつつある。12月は生産が前月比＋2.7%と3カ月連続の増加となっており、まだ「良い在庫投資」となっているが、4月の新年度以降に向けては為替円高とあいまって、「意図せざる在庫局面」への循環減速移行の潮目変化に神経質となりやすい。

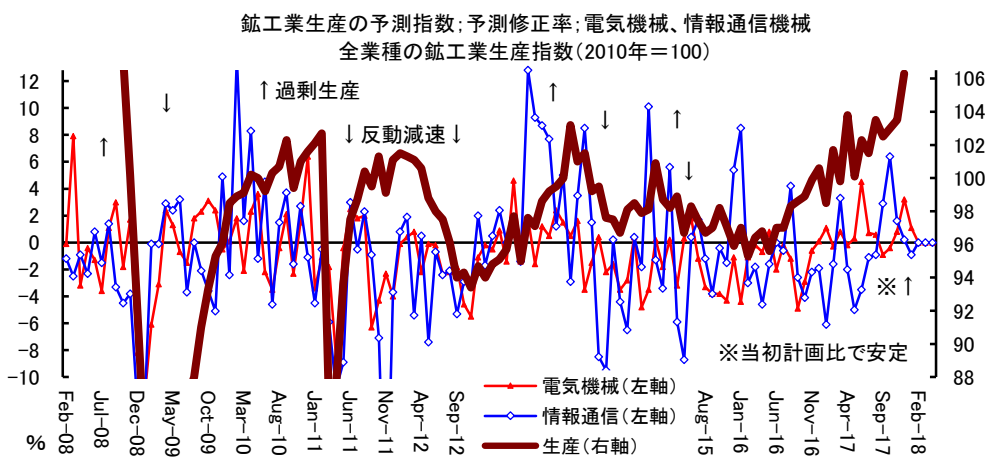
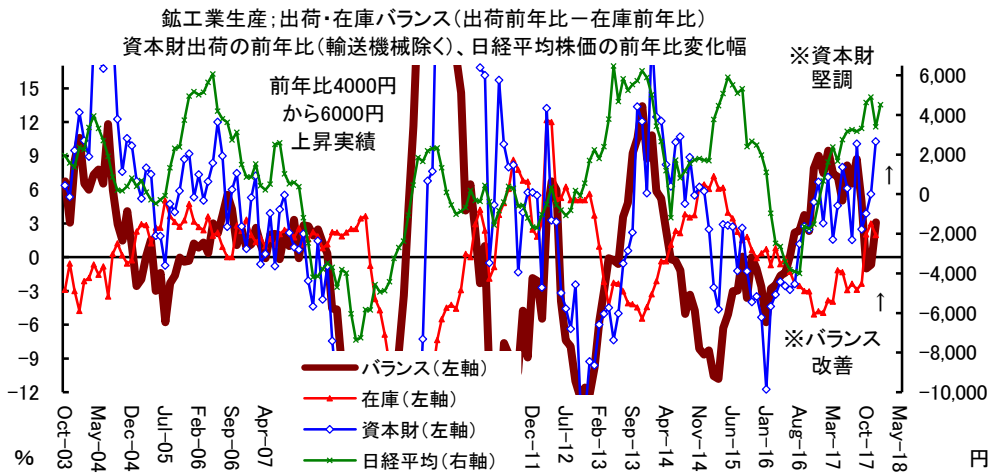
もっとも、鉱工業生産指数の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す「出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）」は12月に+3.1%となり、10月の－1.0%、11月の－0.7%から3カ月ぶりのプラス回復となった。昨年2月の+9.5%を直近ピークとした先行鈍化と、2016年5月以来のマイナス転落を経て、一旦の悪化に歯止めが掛かっている。当座の循環的な生産頭打ちのリスクを先送りさせるものだ。

設備投資に先行する資本財出荷（輸送機械を除く）も12月は前月比+3.7%となり、11月の+3.7%に続いて3カ月連続で高い伸び率を記録している。前年比では+10.3%と、2014年7月以来の大幅プラスとなった。2014年の場合、日本では1年後の2015年7－8月まで株価の上昇トレンドが延命されている。過去実績として先行指標である「出荷・在庫バランス」と「資本財出荷」がプラス化となっているあとには、よほどの予期せぬショックがない限り、最低でも半年から1年程度は生産改善と株高のモメンタムが継続されてきた。

今後の循環転機となる「良い在庫増」と「悪い在庫増」への移行に関しては、情報通信機械の在庫指数が92.8となり（前月は85.9）、2014年9月以来の高水準に急上昇してきた。電気機械も181.1（前月は171.7）と2016年6月以来の高レベルになっている。世界的なハイテク・ブームの一旦のピークアウトもあり、先行き過剰在庫と生産調整入りのリスクをはらむ。

ただし、1月調査の生産予測調査によると、事前計画での見込みの月別変化幅を示す「予測修正率」が情報通信は－0.9%となり、前月の+0.2%から僅かな下方修正にとどまった。電気機械に至っては+1.1%と、前月の+3.2%に続く上方修正となっている。過去の過剰在庫と生産調整入りの前段階では、予測修正率の大幅な上振れによる過剰生産（その後過剰在庫）への前兆や、大幅な下振れによる需要急減のシグナルが観測されてきた。その点、あくまで現状段階では事前計画比での安定性が堅持されており、まだ景気変調の予兆は見られていない。





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。