

生産減速も「踊り場調整」にとどまる余地

生産抑制、資本財予測改善、米国堅調などが下支え

2018/3/2

1月の鉱工業生産指数(2010年=100)は前月比-6.6%の99.5と大幅に悪化し、指数ベースでは昨年3月以来の低水準に落ち込んだ。生産増勢を牽引してきた自動車や電子部品・デバイス工業などが息切れ鈍化となっており、足元の円高や米国発の世界金利上昇などもあって、当座は生産・在庫の調整圧力が警戒される。ただし、まだ在庫の積み上がりは抑制されているほか、設備投資の先行指標となる資本財生産の改善予測や米国経済の堅調さなどもあり、踊り場(ソフトパッチ)にとどまる余地がある。

減速一因の米自動車減速、先行指標は復調

「1月は北米自動車市場の不振により、完成車・部品ともに自動車関連の輸出が落ち込んでいることが打撃となった」――。

経済産業省では1月の鉱工業生産が低迷した要因について、このような分析を行っている。米国では金利上昇が自動車ローン市場に打撃を与えているほか、日本メーカーにとっては政治的な保護主義やドル安・円高のリスクもあって、自動車生産の減速持続に警戒感が高まっている。

もっとも米国では最新2月分のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数のうち、「この先6カ月間の購入予定」で自動車の新車が5.4%と前月の5.1%から増加した。昨年12月の4.0%を直近ボトムとして昨年2月以来の高水準を回復しており、日本の自動車生産も時間差を経たリバウンドが注目されそうだ。

米国の自動車販売に関しては昨年に中古車価格が大きく落ち込み、買い替えの際の原資目減りが販売の息切れに拍車を掛けた。しかし、米国のCPI(消費者物価指数)では、「中古の自動車+トラック」が最新1月に前年比-0.6%となり(12月は-1.0%)、昨年3月の-4.3%をボトムに価格が上昇している。米国での賃金改善もあり、自動車販売での買い替え需要を下支えするものだ。さらに昨年の米国では中古車価格の落ち込みが、携帯電話や医薬品などと並んで過剰に物価を押し下げた。その分だけ今年の価格上昇はFRBによる緩やかな利上げの長期化を支援し、為替相場では先行きドルの底割れを回避させていく。

もちろん、当座は複合的なドル安・円高のリスクが、日本の鉱工業生産には重石となる。一方で21日以降は米FRBのFOMC議事録やFRB議長の見解証言などを受けて、これまで織り込んできた以上の米利上げ回数増加の思惑が拡大してきた。昨年12月以降のドル全面安には歯止めが掛かっている。ドル安と裏表で上昇してきたNY金先物についても、1月25

日に2016年8月以来の高値となる1トロイオンス1365ドル前後まで上昇したあとは頭打ちへと移行。2月27日には1313まで反落する場面があり、一旦の天井到達観測が浮上しつつある。

しかも金先物の1360から1400というレベルは、2013年10月から強力な上値抵抗線として跳ね返されてきた上限ゾーンだ。テクニカルでも重要抵抗ラインである75カ月移動平均線1335前後で上値がブロックされ始めたほか、75カ月線の方向性は2016年11月から下向き転換となっている。2014年から始まった長期トレンドとしてのドル高・金下落の寿命残存を示唆するもので、ドル/円はともかく、ドルの総合力を示すドルの実効指数は一旦の底入れが注目されやすい。

一方、日本の1月鉱工業生産に関しては、生産指数の前年比が+1.0%となり、12月の+5.9%から急減速となった。一方で在庫指数は10月から4カ月連続でプラス化となっており、在庫循環図では「良い在庫投資と意図せざる在庫増加」の見極めと「生産調整への移行」という減速局面入りが警戒され始めた。

資本財生産の見込み改善、新年度設備投資に期待

もっとも1月に在庫指数は前年比+1.3%となり、12月の+2.1%や11月の+3.0%からは伸び率が鈍化してきた。最近の本格的な悪い在庫増のピークと生産減速への波及は、2015年2月の+7.2%となっていた。その前での過剰在庫局面は2012年に+12%、2005年に+5%といった大幅プラス局面があり、現状はまだ在庫増加が抑制されている。

今後は電子部品・デバイス工業での在庫増加が懸念材料となるが、1月時点では+7.4%にとどまったままだ。11月の+11.5%から早くも低下してきたほか、直近ピークである2015年の+11%、2006年-2008年の+30%や+40%などに比べると、まだITハイテク関連で過剰在庫と在庫調整、生産調整による悪化深押しが警戒される段階にはなっていない。

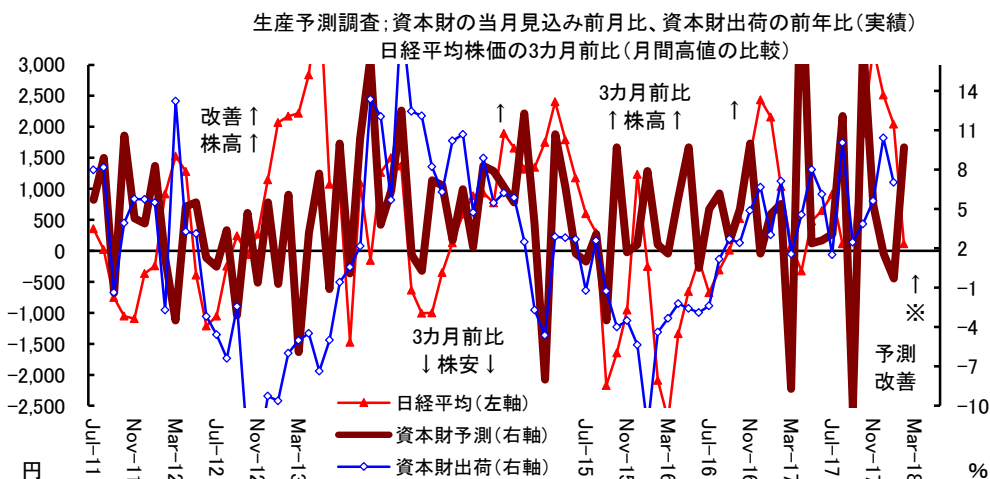
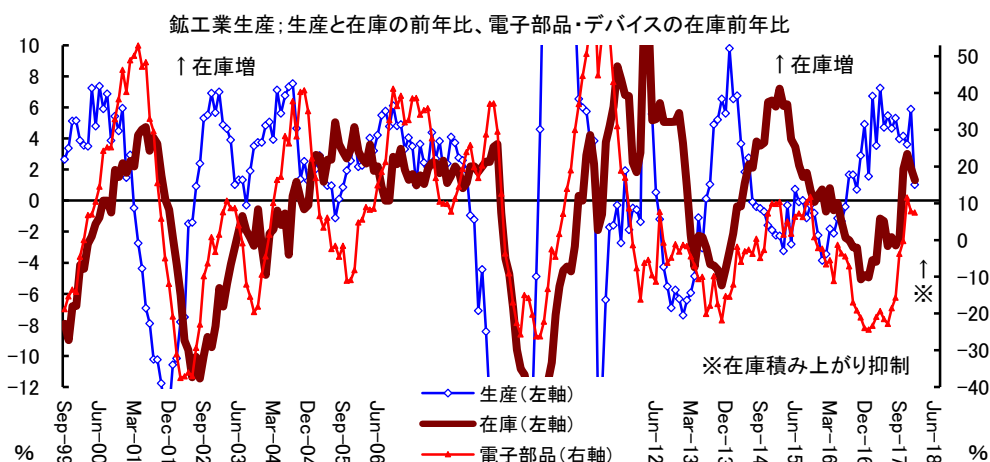
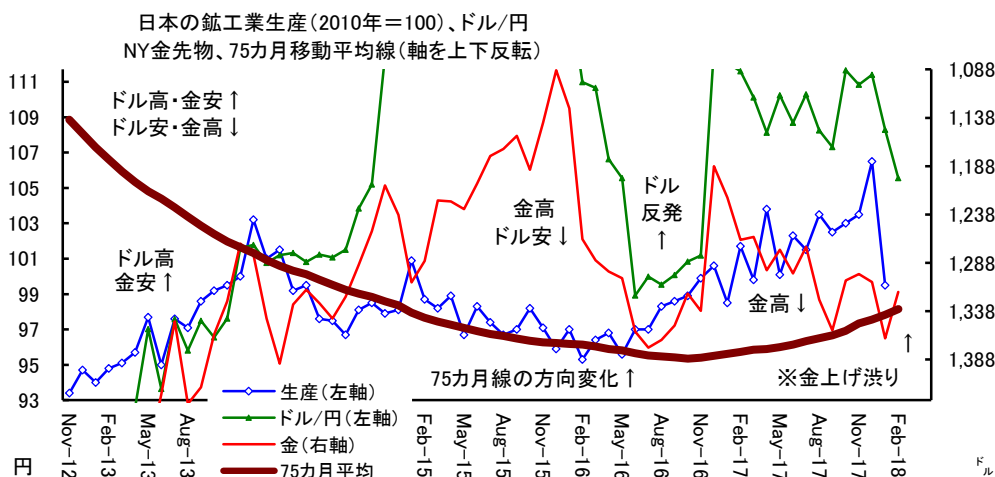
設備投資に先行する資本財(輸送機械を除く)についても、1月の生産予測調査では2月見込みが前月比+9.7%の大幅増となった。予測調査における年度末2月見込み段階での大幅上昇は、過去実績として4月の新年度明け以降に資本財出荷の大幅増加と設備投資の計画拡大につながる先行指標となっている。昨年も2月見込みは+5.4%と良好であったが、資本財出荷は4-6月にかけて前年比+5%から+8%の改善実績を示した。連動する形で日経平均株価は、昨年4月の安値1万8224円から、6月以降に2

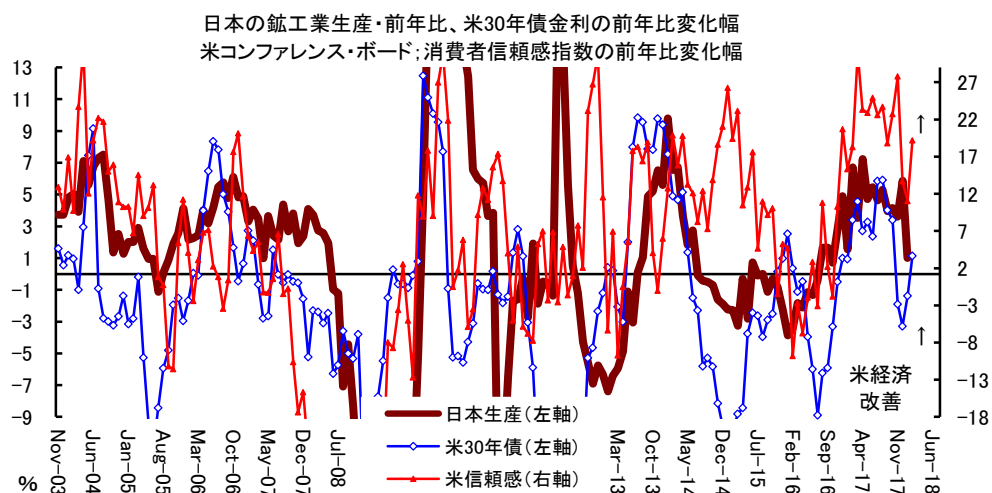
万円の大台乗せまで上昇している。

先行きの鉱工業生産の調整度合いを抑制するのが、米国経済の底堅さだ。27日にパウエルFRB議長は米国経済について、「今後2年から3年は、かなり強い状態が続く」という強気の見通しを示した。実際に最新2月の米コンファレンス・ボード消費者信頼感指数は130.8となり（前月は124.3）、2000年11月以来の高水準を記録している。同指数の前年比変化幅は日本の鉱工業生産の前年比とも密接な相関性を有しているが、2月は前年比+19.2と1月の+11.0から上昇し、昨年3月以降の前年比プラス幅縮小が

底入れ反転となっている。

なお、大幅減速となった1月の鉱工業生産のうち、品目別の出荷指数・前月比で「2カ月連続のプラス」となった打たれ強い個別品としては、水管ボイラ、アルカリマンガン乾電池、放射線測定器、合成ブタノール、携帯電話、印刷機械、熱交換器、電気掃除機、純トルエン、水道メータ、プレストレストコンクリート製品、個装・内装機械、電磁開閉器、ボタン電話装置、デジタルカメラ、ニット製外衣、液体塩素、遠心力鉄筋コンクリートパイル——などが食い込んでいる。





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。