

生産「足踏み」懸念も循環減速は尚早

在庫抑制で設備投資余力、ブラックマンデー後との類似も

2018/4/2

2月の鉱工業生産指数(2010年=100)は前月比+4.1%と2カ月ぶりにプラス化したが、1月の-6.8%という急減を挽回できなかったほか、前回の2月予測である+9.0%も下回る力不足となった。円高や米国発の貿易戦争リスクなどもあり、生産の足踏みが警戒される。ただし、在庫の積み上がりは抑制されており、設備投資の先行指標となる資本財生産の改善予測もあって循環減速入りは尚早だ。生産・在庫環境は1987年のブラックマンデー後の「株安ショック克服局面」との類似性も見られている。

日経平均の現状安値や在庫水準、BM後と同水準

「今年の米国株市場は1987年のブラックマンデー時との類似性が警戒され、実際に1月後半からは株安ショックに見舞われてきたが、現状の米長期金利の落ち着きや3月FOMCでの慎重なペースでの利上げ堅持を見る限りは、値幅限定の形でブラックマンデー的なショックを一旦は消化しつつあるのではないか」――。

経済官庁系のシンクタンク幹部は「引き続きトランプ米大統領の行動は予測不能」と警戒しつつも、このような見立てを行う。ブラックマンデーとの類似性については、インフレと長期金利の急上昇リスク、減税などによる財政・経常「双子の赤字」拡大、貿易不均衡是正や覇権争いなどでの米政権のタカ派強硬姿勢(1987年時は日本やソ連などが攻撃対象)、FRB議長交代――などが指摘されてきた。

このうちFRB議長交代については、1987年8月に新議長に就任したグリーンズパン氏が2カ月後の10月にブラックマンデーに直面した。NYダウの8月高値から10月安値までの下落率は、-40%に及んでいる。今年もパウエル新議長が就任した2月前後から株安が加速されてきたが、1月高値から安値までの下落率はまだ-12%にとどまっている。先行き株安持続や一段の株安ショックの地雷リスクは消えていない。

一方で日経平均株価に目を転じると、1987年10月のブラックマンデー余波局面では、10月高値の2万6646円から11月の底入れ2万0513円まで、-23%もの急落となっている。ひるがえって現在は1月高値の2万4129円から3月安値2万0347円まで-16%にとどまっており、こちらも「調整下落は不十分」との警戒感が根強い。

もっとも現状の安値は、ブラックマンデー後の底値2万0513円に近いという偶然性が見られている。1987年の場合、日経平均はブラックマンデーを克服したあと、1989年にかけて3万8000円超えまで上

昇トレンドが再加速されている。あくまで「チャート形状と米国の政治経済の類似性」という点では、今回も株高再開の可能性は残されている。

しかも2月の鉱工業生産では在庫指数(2010年=100)が109.9となり(前月は108.9)、昨年9月の107.3をボトムとした在庫積み上がり傾向にあるが、偶然にも1987年の103-104と近い水準にある。1980年以降の平均が113であり、現在と1987年時ともに在庫が抑制されているという共通点がある。いずれも円高や世界の政治経済に対する不透明感などが、在庫管理を厳格化させている構図だ。

1987年11月以降の日本株出直りを見るまでもなく、過去に在庫が抑制されている局面では経済打撃でも在庫調整と生産調整のショック度合いが緩和され、株価の抵抗力と反発力の強さが支援されてきた。逆に在庫指数の水準が高いほど在庫調整と株価下落の反動深度は深く、最近の株安局面でいえば在庫指数は2015-2016年に113から114、2008年には119、2001年には124、1996年には130方向にまで大きく上昇している。今回は2月時点で109.9にとどまっており、今後の在庫調整や調整株安は「踊り場での足踏み」の範囲にとどまる可能性がある。

資本財の予測改善、新年度に設備投資増加余地

しかも現在は4月の新年度入り以降に、設備投資計画の実行余地が温存されたままだ。設備投資に先行する資本財(輸送機械を除く)については、3月の生産予測調査で4月見込み(翌月予測)が前月比+24.4%の大幅増となった。昨年9月調査時の+16.0%、昨年3月の+28.1%、2015年3月の+19.9%以来という大幅なプラスになっている。

過去実績として予測調査の上振れは実際の資本財生産や出荷の押し上げへ遅行波及し、連動する形で2-3カ月後の日経平均を押し上げてきた。実際に昨年9月のあとに日経平均株価は、月間の高値ベースで今年1月の高値まで+3648円の上げ幅を記録した。昨年3月のあとも、同年6月にかけて高値は+650円の切り上がりとなっている。

なお、2月の鉱工業生産の品目別では、出荷指数の押し上げに寄与した製品として、駆動伝導・操縦装置部品、自動車用エンジン、乗用車、ビル用アルミサッシ、エレベーターなどが見られている。生産指数でのプラス寄与度の大きい改善品目には、セパレート型エアコン、機械プレス、ショベル系掘削機械、化粧品、モイスチャークリームなどがあつた。

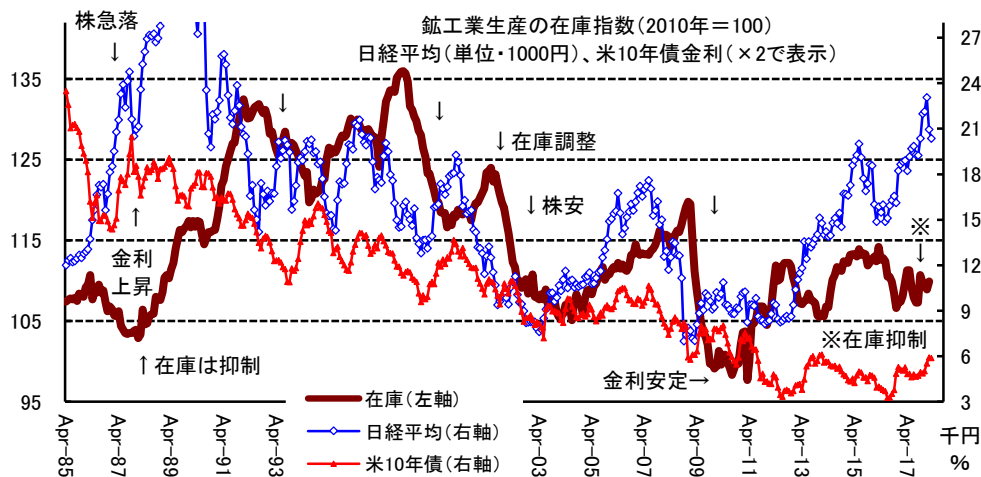
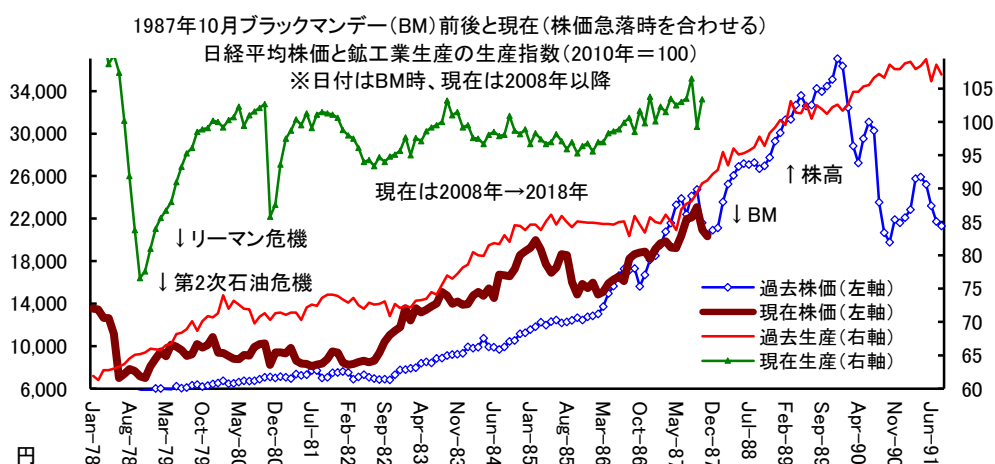
もっとも2月の鉱工業生産全体では生産指数の前年比が+1.7%となり、昨年4月の+7.2%をピーク

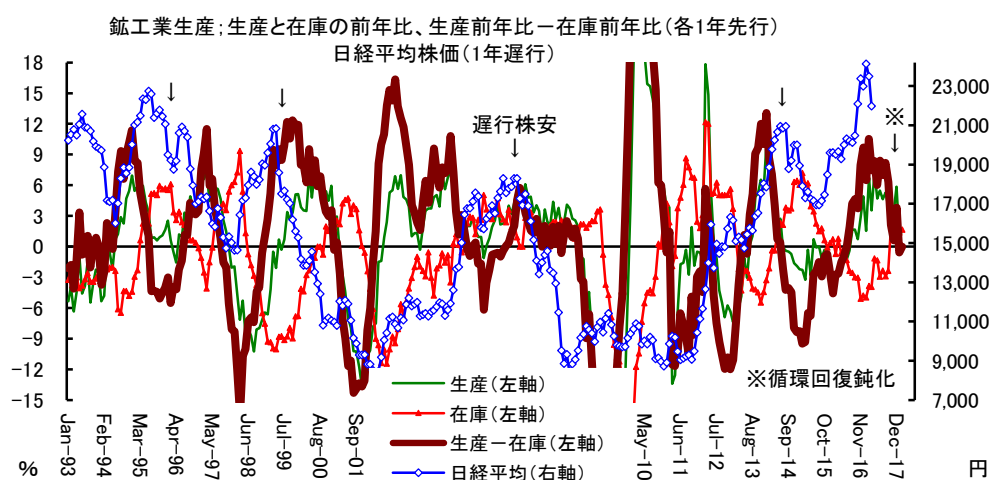
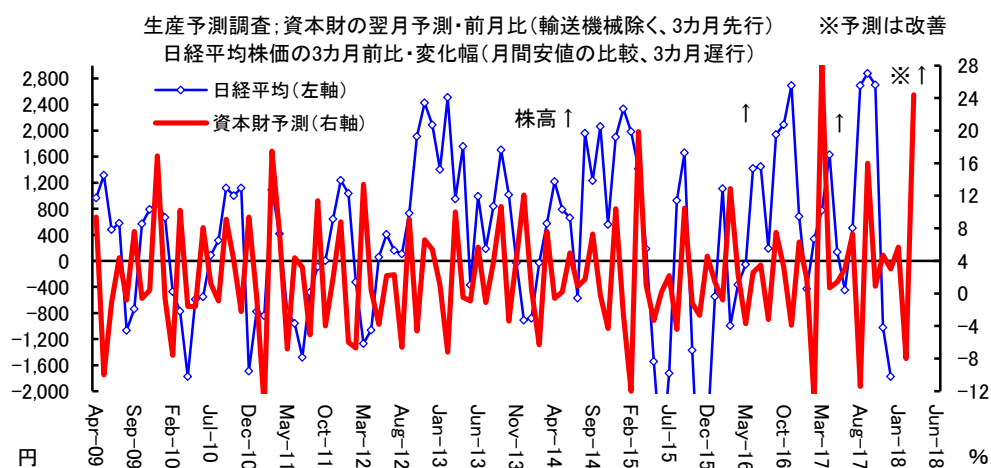
とした勢い鈍化が続いている。かたや在庫指数は+1.7%と5カ月連続でプラス化となっており、在庫循環図では「良い在庫投資と意図せざる在庫増加」の見極めと「生産調整への移行」という減速入りが懸念され始めた。経済産業省も「在庫積み上がり局面寸前の状態」と警戒感を示している。

在庫循環を示す「生産前年比－在庫前年比」は1月に2016年6月以来のマイナス悪化となるなど、先行き循環減速の警告シグナルも点滅しつつある。前回は2014年7月から在庫の伸びが上回るマイナス定着となったが、日経平均は1年後の2015年6－8月で天井形成と反落へと転じた。さらに2005年には5月からマイナス転落となったが、日経平均はやはり

1年後の2006年4月を天井に踊り場調整入りとなっている。

現状の1－2月時点ではバランスのマイナス化が深刻化しておらず、まだ生産や株価の本格調整リスクは尚早だ。それでも今年11月の米国・中間選挙までは不透明材料が多く、日経平均は過去の中間選挙年である2014年（1月から10月まで1万4000円から1万6000円前後でのレンジ、年後半に株高）や、2010年（8800円から1万1000円前後で低位横這い）、2006年（1万4000円から1万7000円前後でのレンジ）のように、年後半まではレンジ相場が続く可能性も無視できない。





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。