

鉱工業生産、在庫増警戒も深押し制御

ハイテクは先行悪化一服、年度明け設備投資需要も

2018/5/2

3月の鉱工業生産指数(2010年=100)は前月比+1.2%と2カ月連続でのプラスとなったが、在庫が+3.5%と2011年以来の大幅プラスに積み上がった。貿易戦争や円高などの潜在リスクのほか、世界景気の循環面でも欧州などで減速が警戒されており、在庫循環では2015年以来の「在庫積み上がり局面」に移行しつつある。一方で懸案のハイテクでいえば電子部品・デバイス工業の生産・出荷は急悪化が先行一服となっているほか、4月の新年度入りを受けて設備投資の需要は底堅い予測が見られている。

資本財生産の見込み大幅改善、時間差で株価支援

「3月の鉱工業生産は2カ月連続のプラスだが、1月の落ち込みを完全にはカバーできず、四半期で8四半期ぶりに前期比マイナスとなった。出荷は前月比マイナスであり、それほど勢いは強くない、この結果、在庫水準がかなり高くなっている。よって、在庫循環も2015年第3四半期以来の『在庫積み上がり局面』に入ってきた」

経済産業省では3月鉱工業生産について、このような分析を行っている。生産の先行指標で在庫循環を示す「出荷前年比-在庫前年比のバランス」は-2.6%と前月の-0.2%から悪化し、2016年5月以来の3カ月連続マイナスとなってきた。11月の米国・中間選挙に向けた潜在的な貿易戦争や円高への懸念のほか、世界景気の循環的な頭打ちリスクもあって、日本の鉱工業生産は足踏み化と踊り場入りの流れが強まっている。

もっとも景気に先行性を有し、世界的なスマートフォン特需の剥落などが懸念されている電子部品・デバイス工業については、生産が前年比+8.5%（前月は+3.6%）と2カ月連続でのプラスとなった。昨年4月の+18.0%を直近最高とした先行悪化を経て、今年1月の+1.3%で一旦の底入れが見られている。出荷も+1.7%となり、前月の-7.5%という急落から持ち直しとなった。

もちろん、当座は生産・出荷の勢い鈍化や在庫の積み上がり方がリスクとして残る。それでも在庫率は136.0と前月の116.1から急上昇したが、早くも直近最高である2015年8月の143.4に接近してきた。ITバブル崩壊後の最高も2001年8月の134.9に近い水準に到達しており、生産と出荷の先行底入れとあいまって、現状からの在庫上昇の度合いは抑制される可能性がある。

3月の品目別・出荷では、前月比で2カ月連続のプラスとなっているハイテク関連品目として、モス型半導体集積回路(CCD)、モス型半導体集積回路(メ

モリ)、固定コンデンサ、コネクタなどが見られている。

また、当面は4月の新年度入りを受けて、設備投資計画の実行需要が見込まれる。先行指標である資本財出荷(輸送機械を除く)は3月に前月比+2.9%となり、3カ月ぶりのプラスに転換してきた。4月の生産予測調査では、資本財の4月見込み(当月見込み)が前月比+14.6%の大幅増となっている。昨年10月調査時の+14.4%、昨年4月の+20.1%以来という大幅なプラスになってきた。

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、月間の高値比較で今年1月の高値まで+3648円の上げ幅を記録した。昨年4月のあとも、同年6月にかけて高値は+1028円の切り上がりとなっている。

資源相場の上昇、新興国の「所得底上げ」も影響

同時に現在はプラス面、マイナス面をはらみつつも、原油などの資源相場が上昇傾向にある。ドル安・円高の一服とあいまって、円換算のWTI原油先物はチャイナ・ショック直前である2015年7月以来の高値まで上昇してきた。現在はイラン・シリアなどの地政学リスクが原油相場を押し上げているが、米国のシェール・オイル開発を始めとして、世界的に原油の過剰供給・過剰生産が指摘されている中での資源上昇は、「新興国での中間層増大や平均所得の向上など、資源需要の裾野の広がり」を示唆するものだ。

実際、3月の貿易統計では「アジア向け輸出」が前年比+2.5%の4兆335億円となり、過去2位、3月としては過去1位の高水準を記録した。増加品目としては、金属加工機械の+41.8%、原動機の+18.5%、半導体製造装置の+16.1%などが見られている。「中国向け輸出」ではこうした品目のほか、非鉄金属の+35.2%などが目立っている。

過去実績として円換算のWTI原油先物やCRB商品指数の上昇局面では、連動して日本の鉱工業生産も改善モメンタムが支援されてきた。現在の資源高は新興国を始めとした内需底上げの裏返しという側面があるほか、1)日本の資源エネルギー業種へのプラス効果、2)輸入増加を通じた貿易黒字の削減と円高抑制、3)資源高による海外金利の上昇と円高歯止め、4)国内でのデフレ圧力緩和と期待インフレの刺激

(円安・株高や実質金利の押し下げ支援)——といった波及効果を通じ、日本の生産にはプラスとなる側面が少なくない。

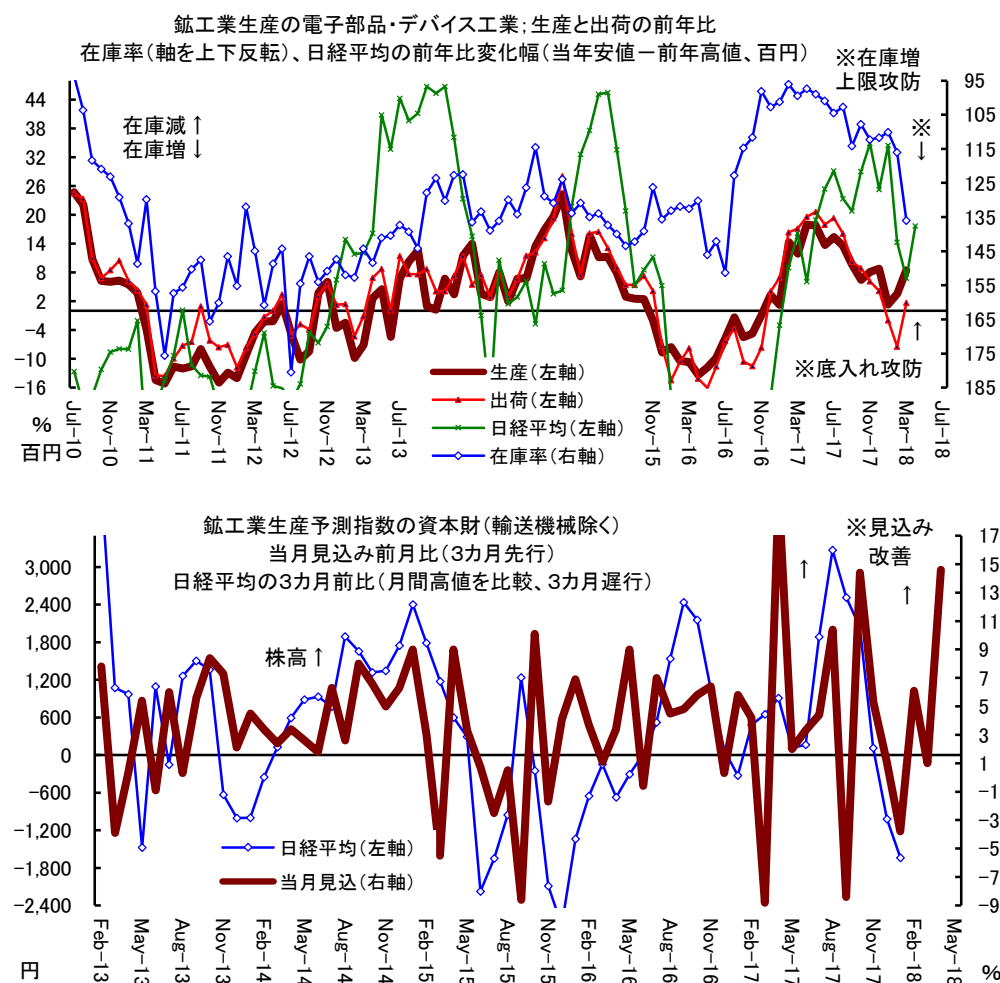
その中で日銀は27日、「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で、前回1月までは「2019年度ごろ」としていた物価2%目標の達成時期を削除した。黒田東彦総裁は会見で「2%達成時期と政策変更を結びつける見方もあった」、などと説明し、出口思惑払拭の意図を示唆している。

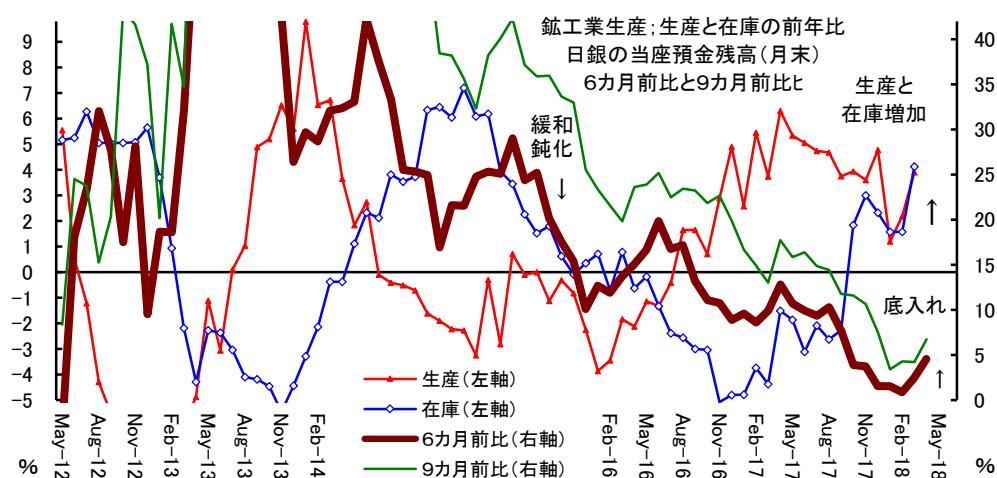
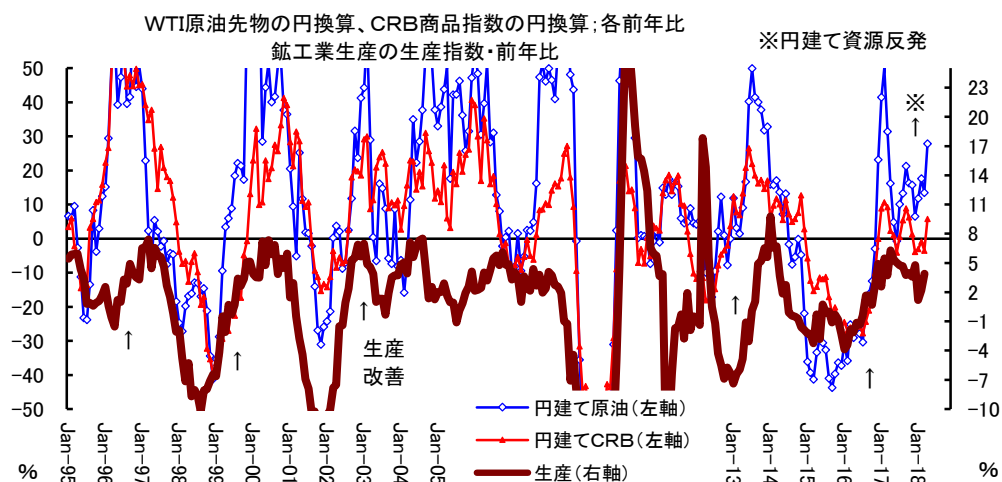
そのうえで黒田総裁は「物価2%目標に対するコミットメントに変化はない」、「物価と2019年度以降の成長率は下振れリスクの方が大きい」、「物価2%達成には相応の時間がかかる」、「強力な緩和を粘り強く続けることが引き続き適当」、「オーバーシュート型コミットメントは全く変わってない」などと強調した。改めて質的量的緩和の長期化見通しを後押しさせるものとなっている。

足元でも日銀は3月後半以降、年度替わりに伴う

季節的な資金供給や需給要因もあって、日銀の当座預金残高（マネタリーベースの主体）を再増加させている。最近の金融調節では3月19日の363.55兆円をボトムとして、4月26日には387.36兆円と+23.81兆円の増加となってきた。28日間の増加幅としては昨年4月以来の高水準となっている。あくまで季節要因とはいえ、底流部分で円安・株高の地合いを支援している。

日銀は2016年9月に金融政策の目標を量から質へと転換させており、その後は当座預金やマネタリーベースの6カ月前比、9カ月前比、前年比といった変化率のプラス幅縮小傾向が続いてきた。しかし、足元の今年4月からはそうした反動減に底入れ機運が見られており、間接的な波及経路で鉱工業生産を下支えしていく緩和効果の再表出が注視されよう。





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。