

生産に先行、出荷・在庫バランス悪化一服

鉱工業生産、在庫高止まりも増加ペースは鈍化

2018/6/1

4月の鉱工業生産指数（2010年＝100）は前月比＋0.3%となり、2月の＋2.0%や3月の＋1.4%から伸びが鈍化してきた。在庫の高止まりや電子部品・デバイス工業の急減などもあって、改めて踊り場入りが懸念されている。一方で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、昨年2月をピークとした先行悪化に一旦の歯止めが掛かり始めた。在庫の積み上がりも過去の循環減速局面に比べるとペースが抑制されており、現状からの在庫調整と生産調整のショック度合いは軽減される。

日銀マネタリーベース伸び復調、生産を下支え

「イタリアの政治不安によるイタリア国債の価格急落（金利は上昇）については、先行き ECB（欧州中銀）が量的緩和策で購入してきた保有イタリア国債の含み損問題に波及し、またそろ日本でも野党やメディアなどが日銀の国債購入を批判する口実となりやしないか注意を要する」――。

ある内閣府の経済財政担当者はこのような指摘を行う。ユーロ圏内では財政赤字が大きいイタリアの国債発行量が相対的に多く、連動する形で ECB による債券購入でもイタリア国債の占める比率は小さくない。とはいえ ECB は満期まで国債を保有し続けるほか、保有するドイツ国債などの債券価格上昇による相殺効果などもあって、現実的には ECB の損失や信認リスクに波及するのは時期尚早だ。

一方で米国では 5 月 15 日、FRB の新副議長に指名されたリチャード・クラリダ氏が上院銀行委員会の指名公聴会で証言を行い、FRB による債券買い入れ策（量的緩和＝QE）に対して懐疑的な考えを示した。同氏は当初のプログラムこそ「理に適っていた」としながらも、その後、回数を重ねるにあたり自分自身がどのように投票したかは分からないとし、「QE による恩恵は回を重ねるにつれ低下した一方で、コストは上昇していったと考えている」と明言している。その中で現在も周回遅れで量的緩和策を堅持し続ける日銀に対しては、国内外から風当たりや冷ややかな視線が強まっていることは確かだ。

それでも日銀の黒田東彦総裁は 5 月 22 日、参院財政金融委員会で「物価 2% までマネタリーベースを増加させるコミットをしている」、「日銀の総資産、マネタリーベースに特定の天井は考えていない」と改めて量的緩和継続の決意を表明した。量的緩和の効果には様々な異論・反論があるとはいえ、過去実績として鉱工業生産には下支えの効果をもたらす。

ちょうど日銀マネタリーベースの主要構成要素である日銀・当座預金残高は、テクニカルな要因があ

りながらも昨年 9 月から今年 3 月までの 360－370 兆円での横這い化を経て、3 月後半からは再増加へと移行してきた。4 月 13 日以降は現在まで、380 兆円以上で高止まりとなっている。

結果、当預残の前年比や 6 カ月前比といった伸び率は、日銀が政策目標の主軸を量から金利に移行させた 2016 年 9 月前後からの急縮小に歯止めが掛かってきた。5 月末は 31 日時点の速報ベースで前年比＋9.1%となり、4 月末の＋9.0%から微妙にプラス幅が再拡大に向かいつつある。今後は実質金利のマイナス方向への低下維持とあいまって、間接ルートを通じて鉱工業生産の循環減速を抑制させる刺激効果が注目されよう。

ちなみに日銀は 2016 年 2 月に「ワーキングペーパーシリーズ」の中で、あくまで東京大学・宮本弘暁准教授（現 IMF 財政局エコノミスト）による個人的な論文として、「量的緩和政策は需要の増加を通じて、（鉱工業）生産を増加、雇用を拡大させると同時に物価および名目賃金を増加させることがわかった」という実証分析を紹介している。

その中で最新 4 月の鉱工業生産は、改めて踊り場入りを示す停滞リスクが示された。しかし、在庫循環モメンタムを示し、生産の先行指標となる「出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）」は昨年前半からの先行悪化を経て一旦の底入れ機運が見られ始めた。

シリコンウエハは堅調維持、ハイテク総崩れ回避

同バランスは 4 月に＋1.0%となり、前月の－1.0%から上昇した。昨年 2 月の＋9.1%を直近最高とした先行低下と 10 月からのマイナス局面入りを経て、減速のモメンタムが鈍化している。とくに在庫は積み上がり懸念でも前年比＋1.9%と、前月の＋3.9%からは低下となってきた。昨年 10 月からのプラス転換から 7 カ月が経過しても、在庫増加の勢いは抑制されている。

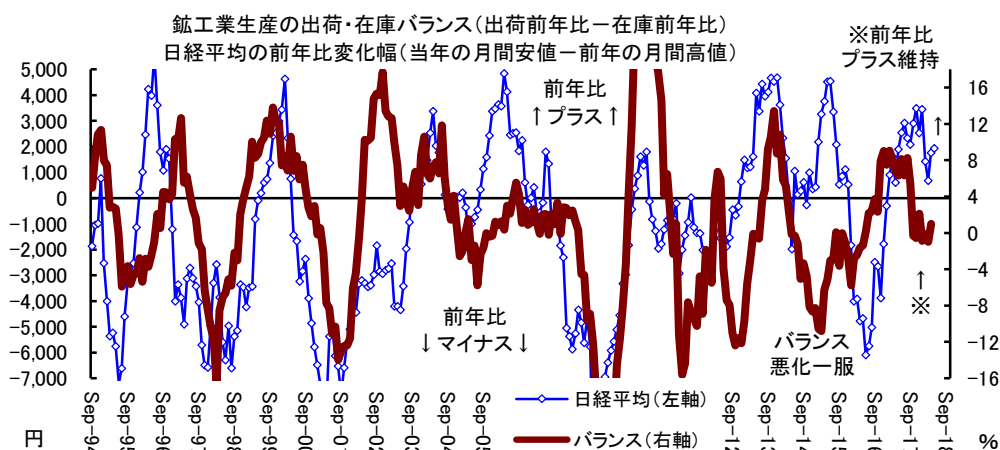
過去の在庫の前年比プラス転換と循環減速局面でいえば、2014 年 5 月からのプラス化のあと、7 カ月後には前年比＋6.3%と「悪い在庫積み上がり」の勢いが加速された。同じような 7 カ月後では 2011 年 5 月以降が＋6.7%、2005 年 1 月以降が＋5.0%へと跳ね上がっており、それに比べると現在は在庫増加の勢いが限定的だ。その分だけ今後の在庫調整と生産調整による減速の下押しショックは、規模・期間ともに軽減される可能性を秘めている。

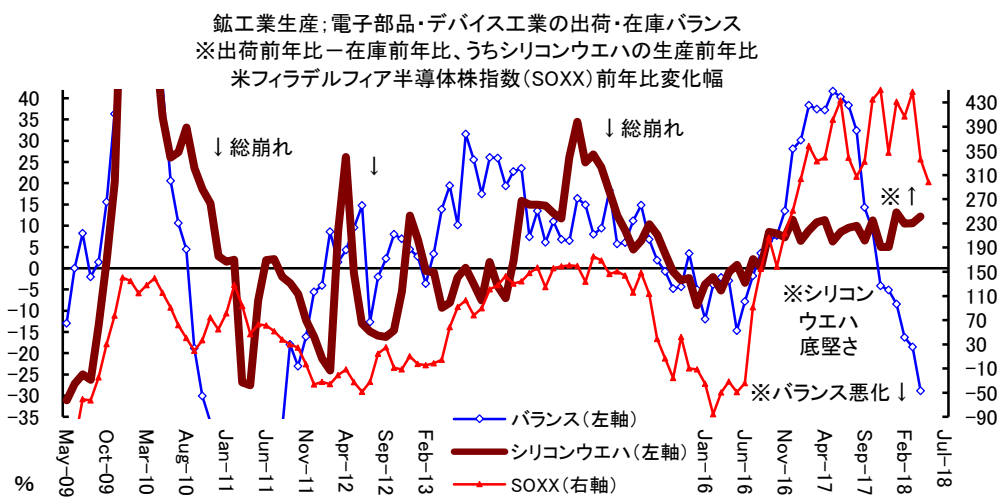
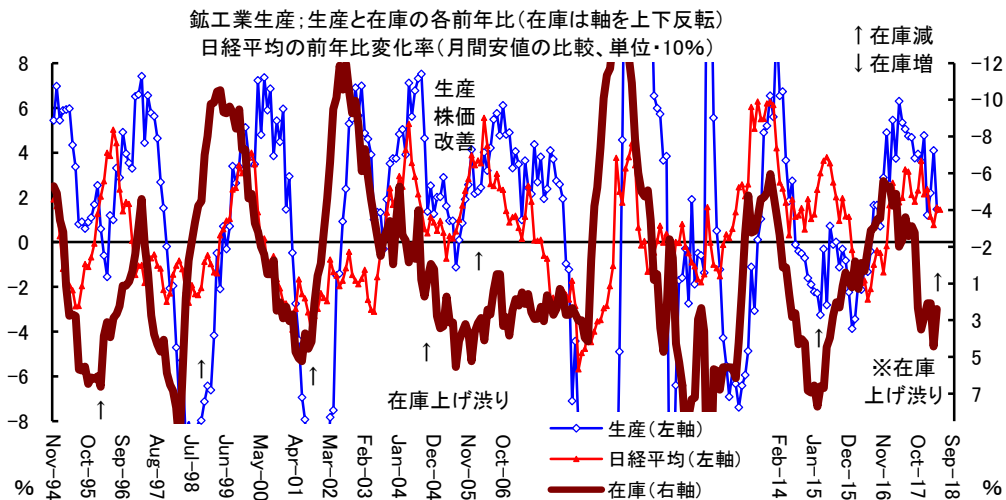
日経平均株価との関係でいえば、1990 年代以降の過去実績として生産の先行指標となる「出荷・在庫

もちろん、今後についてはITハイテク関連である電子部品・デバイス工業の反動減リスクが警戒される。昨年までの世界的なスマートフォン特需の反動などもあり、4月は出荷が-1.9%と1月以降のマイナス傾向が続く一方、在庫は+27.1%と2011年8月以来の高水準へと急増した。結果、出荷・在庫バ

もっとも主力品目ではシリコンウエハが、生産、出荷ともに前年比+12%以降の大幅プラスを維持させている。過去の循環減速ではシリコンウエハも急減する総崩れとなったが、現在は世界的な「ハイテク・スーパーサイクル」の伸びシロ残存が示唆されている。

品目別の前年比でも、半導体・IC測定器、フラットパネル・ディスプレイ、固定通信装置、数値制御ロボット、産業用テレビ装置、モス型半導体集積回路（メモリ）といった関連製品は+20%から+70%の高い伸びを維持しており、過去の循環減速比では落ち込みショックが抑制される可能性がある。





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。