

生産先行、在庫率は過去上限で悪化一服

鉱工業生産、踊り場継続も「悪い在庫増」回避

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/7/2

5月の鉱工業生産指数（2010年＝100）は前月比－0.2%の104.4となり、4カ月ぶりの低下となった。4月調査時の5月予測＋0.3%を下回っており、改めて昨年12月の105.4を循環ピークとした踊り場が示唆されている。先行き通商摩擦や世界減速などが重石となるが、懸案の在庫増については、生産に先行する在庫率指数が過去上限ゾーンへの先行到達を経て悪化一服となっている。過去には生産や日経平均株価の底入れと相関性を有しており、悪い在庫増の回避と生産のソフトパッチ化（一時的調整）に期待をつなぐ。

在庫率が過去上限に、過去は株価底入れと合致

「今年1－3月の在庫循環図は『意図せざる在庫積み上がり局面』となっていたが、4月と5月のデータでは、暫定的に『（将来の需要増加を見越した）在庫積み増し局面』へと戻ってきた。何とか4－6月期としても、この状態を維持できることが期待される」――。

経済産業省では最新5月の鉱工業生産に関して、このような分析解説を行っている。在庫指数自体は前月比＋0.6%と2カ月ぶりの増加となったほか、前年同月の水準を上回る状態が8カ月続いており、「なかなか在庫積み上がりの解消とは行かない」（同）警戒モードが持続したままだ。

在庫の前月比上昇に寄与した品目としては、モス型半導体集積回路、アクティブ型液晶素子、ショベル系掘削機械、数値制御旋盤、マシニングセンタ、ファインセラミックス（機能材）など、昨年までの循環回復を牽引した主力分野が目立つ。改めて世界経済の循環減速入りが警戒される。

一方で在庫率指数は5月に114.0となり、直近最高となった3月の117.1から低下してきた。直近の最低はトランプ・ラリーの起点とも重なる2016年11月の108.0であったが、同時期からの良い在庫増、悪い在庫増の双方を含めた在庫率の上昇が一服となっている。先行き在庫再上昇のリスクは残るものの、1998年以降の在庫率の上限ピークは115から120と現在は同水準に到達してきた。現在の在庫管理はIT・IoT・FA・AIの導入や過度な為替相場の振幅軽減などで厳格化・精緻化されており、過去の循環的な在庫上限を大きく超える在庫率の上振れリスクは抑制される。

在庫率とは、製品の出荷に対する在庫の割合を示すものだ。経済産業省によると、「在庫率は製品の需給動向を表す指標であり、生産動向に先行性があると言われている」という。過去の同省による相関検

証によると、「在庫率が生産に対し、3カ月先行する時点での相関性が最も高い」。その点でいえば現在の在庫率は3月ピークで5月にかけて上げ渋っており、少なくとも8月にかけての生産下げ渋りや、生産と相関性の高い日経平均の下値余地抑制が期待されやすい。

ちなみに前回の在庫率の上昇ピークは、2016年3月の117.5であった（現在の上昇ピークは3月の117.1）。その後、日経平均は6月に英国EU離脱などに見舞われたが、同月の1万4864円が底値となる形で今年1月の2万4000円超えまで上昇トレンドが形成された。その前では2012年9月に118.5で上昇ピークとなったが、日経平均はアベノミクス相場の始動と重なる形で、翌10月から底入れと上昇ラリーに転じた相関性を有している。

在庫率と同様、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、最新5月に差し引きゼロとなった。4月の＋1.0%からは低下してきたが、昨年10月以降のマイナス転落のペースは鈍化しつつある。在庫指数も昨年10月からの前年比プラス転換のあと、在庫の上昇幅は縮小している。在庫前年比の6カ月移動平均は前月比低下へと転じており、過去には在庫上昇トレンド一巡の先行指標となってきた。

ハイテク、予測修正率は減産ショック織り込む

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。

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、5月は出荷が－0.8%と1月以降のマイナス傾向が続く一方、在庫は＋28.6%と2011年8月以来の高水準へと急増した。結果、出荷・在庫バランスは－29.4%となり、やはり2011年以来の低水準に悪化している。先行き在庫調整や生産調整の「谷の深さ」を警戒させるものとなった。

すでに電子部品・デバイスの生産予測調査では、事前計画と実際の生産との乖離率を示す「予測修正率」が、5月調査時点で－9.9%と大幅な下方修正となっている。チャイナ・ショックなどに見舞われた2015年9月の－8.2%を下回り、2013年以降では最大のマイナス幅を記録した。

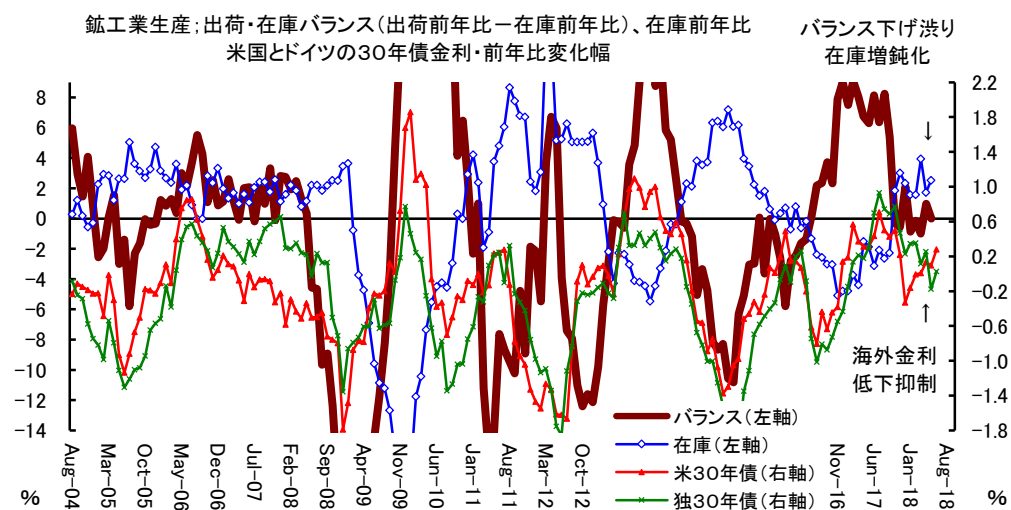
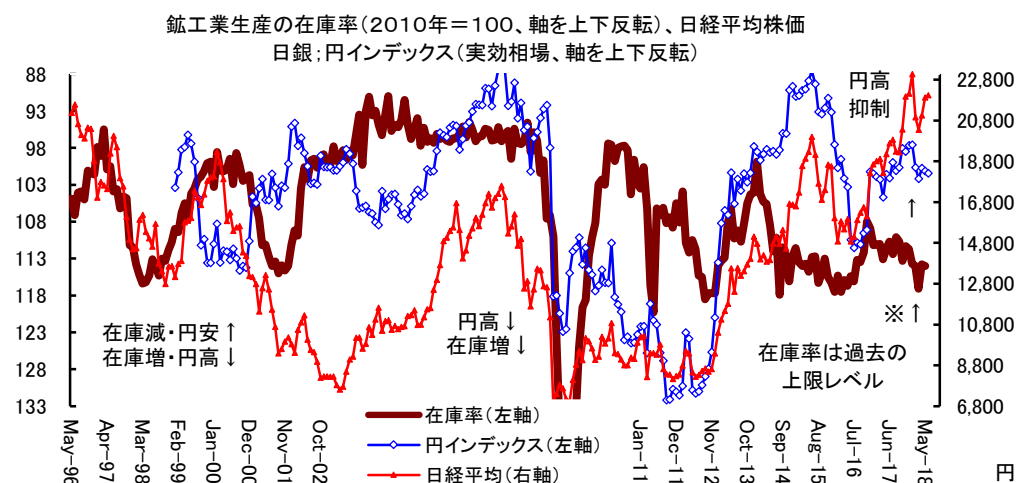
一方で予測修正率の下振れは、当座の減産ショッ

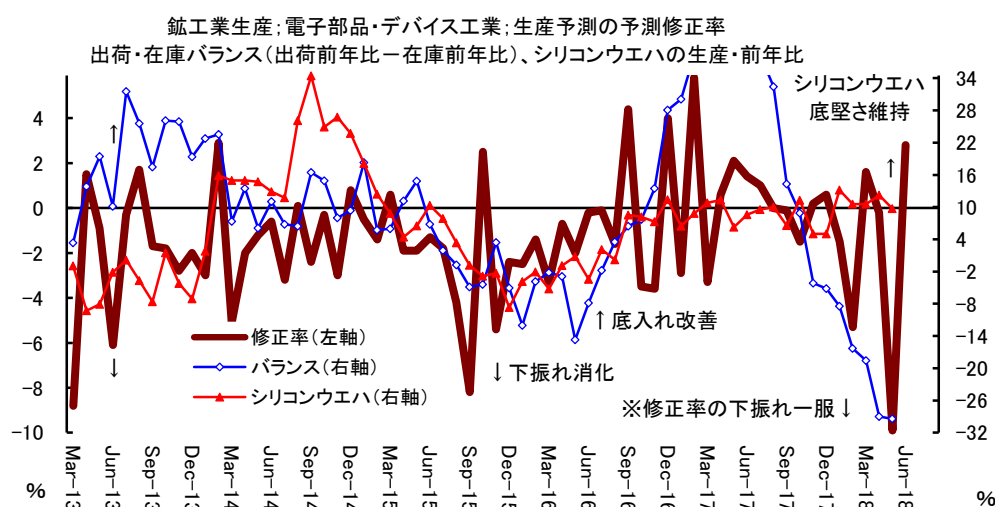
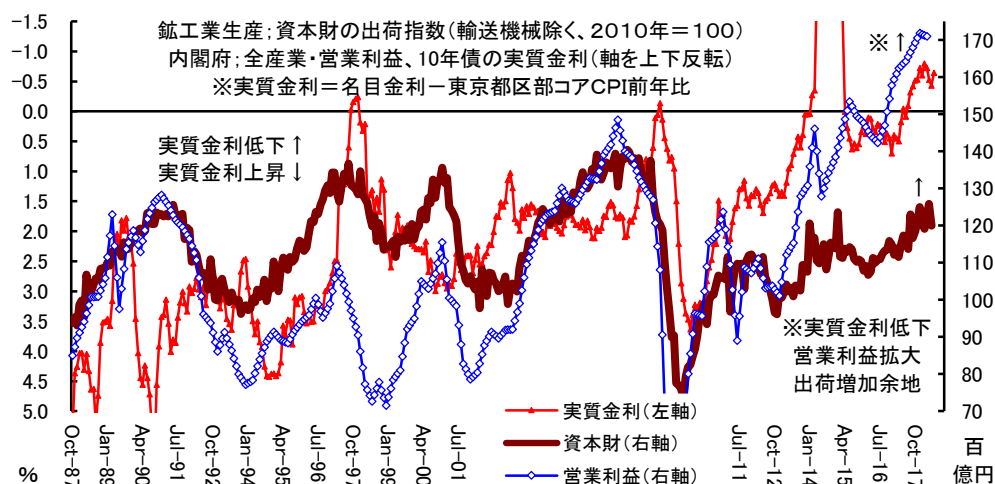
クの織り込み進捗や在庫整理の加速を示唆するものだ。過去には修正率の大幅マイナスのあと、タイムラグを経て出荷・在庫バランスが底入れ改善となった実績を有している。しかも現在は主力品目のシリコンウエハが、生産、出荷ともに前年比+9%超の大幅プラスを維持させたままだ。

また、今後の鉱工業生産の深押しを制御するのが、実質金利の大幅低下である。最新6月分の東京都区部コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は前年比+0.7%となり（前月は+0.5%）、6月としては2014年以来の伸び率を回復してきた。それに対して

10年物国債金利は、6月の月間最高でも0.059%にとどまっている。結果、「名目金利ーコアCPI前年比」の実質10年債金利は-0.6%前後となり、昨年7月以降のマイナス基調が定着している。

それに対して日本企業の収益は、昨年度まで連続で過去最高益を更新してきた。過去最高の収益に対し、実質マイナス金利という環境は1980年代以降に見られなかった現象だ。今後は複合リスクが警戒されるものの、こうした緩和的な経済環境のバッファが、設備投資を含めた生産活動を一定程度はサポートしていく。





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。