

鉱工業生産、在庫高止まりも陰の極模索 過去は株価底入れと符号、在庫水準は上限到達

2018/9/3

7月の鉱工業生産指数(2010年=100)は前月比-0.1%となり、6月調査時の7月予測+2.7%を大きく下回る低迷となった。通商摩擦の不透明感や自然災害などの影響が大きい、4年ぶりの3カ月連続低下とあって改めて循環減速入りが警戒される。懸案の在庫積み上がりは高止まりが続いているが、製品の需給動向(出荷量と在庫量の比率)を示す在庫率指数はリーマン危機後の上限に到達してきた。過去には在庫の天井到達と日経平均株価の底入れは符号しており、当座は「陰の極」模索が焦点になる。

生産や景気循環に先行の在庫率、頭打ち兆候

「7月は生産が3カ月連続で低下しており、在庫水準を大きく引き下げる関係になっていない。在庫指数の前年比も10カ月連続でプラスとなっており、なかなか在庫積み上がりの解消とはいかない」――。

経済産業省では最新7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。基調判断は「緩やかに持ち直しているものの、一部に弱さが見られる」とし、2016年6月に「一部に持ち直し」と上方修正させてからの回復基調の息切れが示唆された。引き続き米国による対中国・追加関税の実施観測や日米通商交渉の不透明さ、新興国混乱の長期化、11月の米国・中間選挙までの政治リスクとあいまって、循環減速の谷の深度と期間の度合いには警戒モードが続く。

それでも在庫指数は7月に111.2となり、前月の111.4や直近最高である3月と5月の113.5からは低下に転じてきた。経済学的に在庫循環は40カ月程度のサイクルと定義されているが、2016年11月の106.6を最低とした在庫指数の上昇は、ちょうど7月で20カ月目の折り返しと悪化モメンタムの最悪期入りを迎えつつある。

また、生産や景気循環に先行する在庫率指数は117.0と前月の116.5からは上昇したが、3月の117.1からの頭打ち兆候が見られ始めた。リーマン・ショック以降、平時に戻ってきた2009年8月以降の上限が117-118となっており、ITデジタル革命の進捗などによる在庫管理の精緻化・迅速化とあいまって、当座の在庫上昇の天井到達が注目されやすい。

在庫指数の業種別では、鉄鋼が昨年9月以来の2カ月連続低下となったほか、電気機械は5カ月連続の低下で指数水準は2016年3月以来の低さへと在庫調整が進んできた。金属製品、輸送機械、プラスチック製品、パルプ・紙、繊維なども低下となっており、先行き不透明感と慎重ムードが過剰生産と過剰

在庫にブレーキを掛けている。

過去実績として在庫指数や在庫率指数の天井到達は、日経平均株価の底入れ反転と符号してきた。最近では2016年3月で在庫指数の上昇局面がピークアウトしたが、日経平均は同年6月で底入れから上昇トレンドに移行している。その前では2012年10月に在庫指数が頭打ちとなったが、ちょうどアベノミクス相場の始動と重なった。その意味で在庫循環としては、先行き「陰の極」模索と日経平均の明確な底打ちのタイミングが注視されそうだ。

先行き世界経済には不透明感が強いものの、8月後半からは独IFO企業景況指数が昨年11月以降の減速から底入れ反転となってきた。31日には中国の製造業と非製造業の8月PMIが予想外の改善となっている。通商摩擦懸念の一旦の織り込みのほか、米FRBのインフレ抑制見通しと慎重なペースでの利上げ堅持、中国や欧州などでの財政出動拡大機運などが世界経済を下支えし始めた。

現在の中国では米国からの通商圧力回避に向けて、人民元安定化の自助努力も講じられている。一方で貿易戦争対策として、国内向け金融政策では緩和バイアスへと転換。すでに中国の8月マネーサプライM2は前年比+8.5%となり、前月の+8.0%から増加に転じてきた。まだ拡大ペースは鈍いものの、2016年1月の+14.0%を最高とした引き締めスタンスが一段落となっている。中国の金融政策転換は、過去実績として日本の鉱工業生産も底入れが後押しされやすい。

ドル/円 12・24 カ月平均が上向き、ドル高基調に

それでも日本の生産活動に関しては、ドル安・円高警戒の根強さが重石となる。一方でドル/円の中長期トレンドを示す12カ月移動平均線110.40円前後、24カ月移動平均線110.55円前後は、揃って方向性が上向き化へと転じてきた(31日アジア市場時点)。同時の上向き化は、実に2016年1月以来とるものだ。前回、同時の上向き化が始動したのは2012年12月以降であったが、ドル/円は同月の80円前後から2015年の125円超えまで持続的なドル高トレンドが形成されている。過去実績として同時上向き化の局面では、鉱工業生産の在庫指数も上昇一服から低下改善へと移行するパターンが高い確度で観測されてきた。

一方、鉱工業生産指数の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す「出荷・在庫バランス(出荷前年比-在庫前年比)」は7月に-3.0%となった。前月の-1.0%から悪化となり、昨年10月以降のマイ

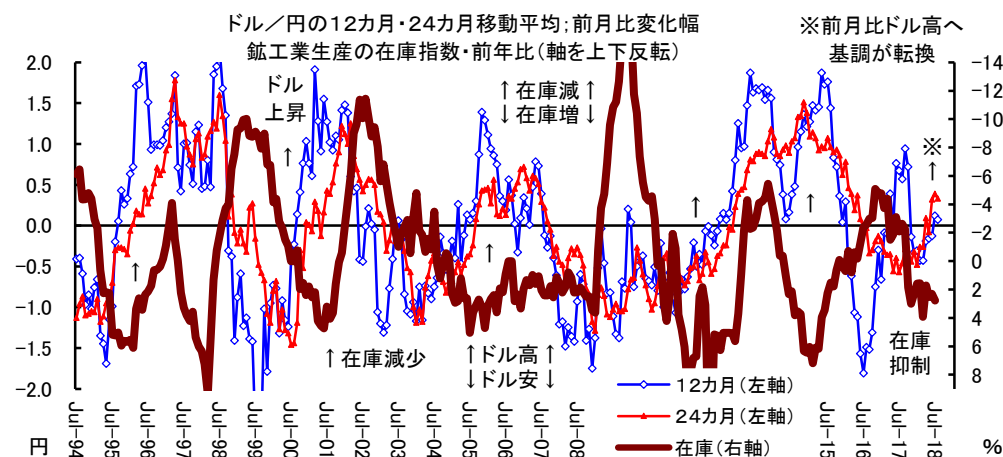
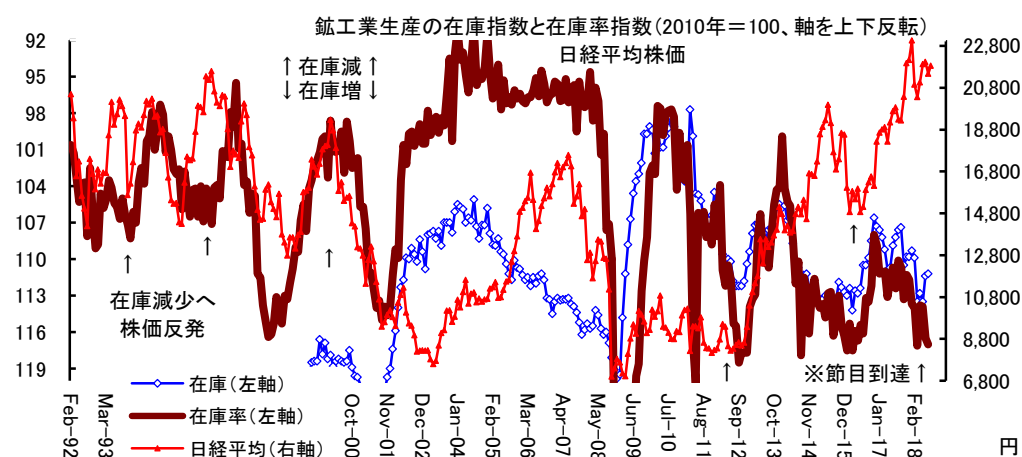
ナス転落から底入れシグナルはまだ見られていない。

その反面、業種別の同バランスでは、はん用機械が+14.0%（前月+8.7%）、電気機械が+10.1%（-1.1%）、非鉄金属が+4.8%（+0.4%）、パルプ・紙が+1.8%（+1.2%）などと逆行改善を示した。過去の循環減速局面に比べると「総崩れ」にはなっておらず、一時的な踊り場減速（ソフトパッチ）への期待感が繋ぎ止められている。

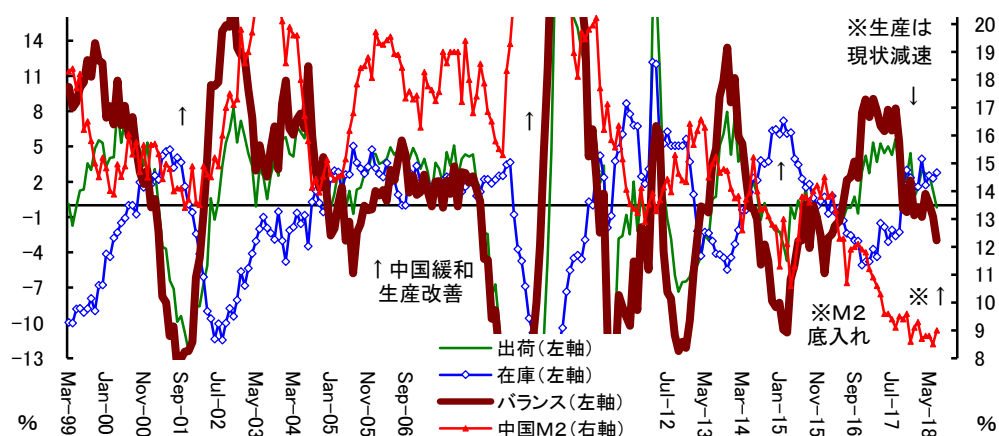
同バランスの個別品目では、プラス幅の大きい「勝ち組」上位として、7月にボイラ・原動機が+52.2%、電気計測機が+30.3%、電子計算機が+29.0%、産業車両が+22.5%、静止電気機械が+22.3%、非鉄金属地金が+20.4%、風水力機械・油圧機器が+

18.6%、高圧ガスが+12.7%、炭素繊維が+12.6%、繊維機械が+10.8%、農業用機械が+9.1%などが君臨している。世界経済の不透明感が強まるなか、日本企業が国際的に高いシェア、オンリーワンの技術を有する分野で打たれ強さが目立っている。

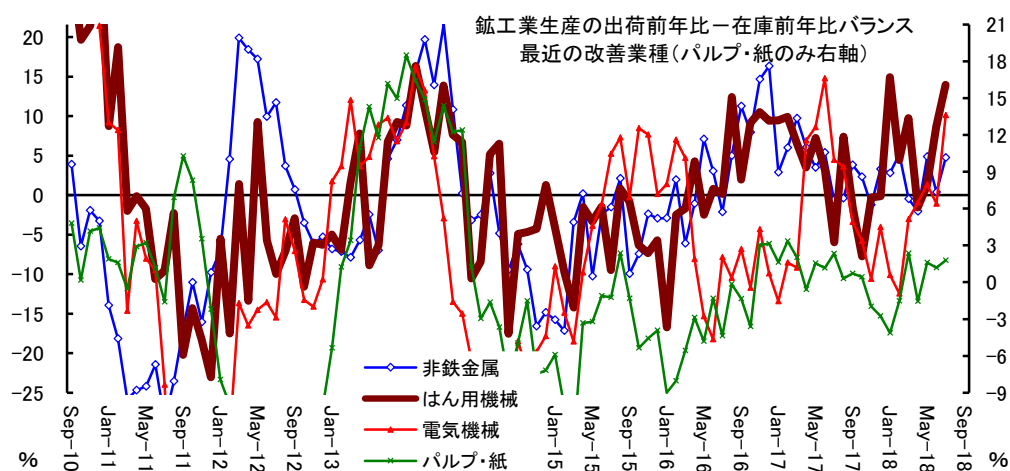
その他、ハイテク特需の剥落が警戒されている電子部品・デバイス工業では、生産の前月比が+1.8%と3カ月連続でプラスを維持させた。在庫指数は+7.0%の大幅増と先行き懸念を残すものとなったが、予測指数は8月見込みが前月比+0.1%、9月も+0.1%と安定化しており、過度な下振れリスクは抑制されている。



日本の鉱工業生産：出荷と在庫の前年比、
出荷前年比－在庫前年比バランス、中国マネーサプライM2前年比



鉱工業生産の出荷前年比－在庫前年比バランス
最近の改善業種(パルプ・紙のみ右軸)



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。