

在庫前年比、13 カ月ぶり低下の光明

鉱工業生産、米利上げ「停止」局面は生産とドル支援

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/12/3

10 月の鉱工業生産指数（2015 年＝100）は前月比＋2.9%となり、9 月の－0.4%から 2 カ月ぶりの増加となった。あくまで災害打撃の反動増が大きく、循環減速の基調自体は持続しているが、重石となってきた在庫の上昇傾向が前年比 13 カ月ぶり低下という光明が見られている。先行きの不透明感が過剰な生産と在庫を制御させているほか、ドル安・円高リスクとして警戒され始めた米 FRB の利上げ停止に関しても、過去は利下げ地ならしに移行しない限り、日本の鉱工業生産とドルは支援されてきた。

生産減・在庫減の局面へ、景気後退の末期示唆

「10 月の鉱工業在庫は指数値が、1 年ぶりに前年水準を下回った。9 月末の在庫積み上がりは相当程度解消され、今年 1 月、2 月の低水準に次ぐ在庫レベルに下がっており、在庫の積み上がりは止まってきたようだ」――。

経済産業省は最新 10 月の鉱工業生産に関して、このような解説を行っている。

あくまでも夏以降の複合災害を受けた在庫急増の反動減が大きいものの、在庫指数の前年比は－0.8%となり、2017 年 9 月以来のマイナス低下となった。2017 年 11 月の＋4.6%を直近最高とした循環調整のモメンタムが後押しされている。引き続き生産は減速持続が警戒されるが、景気循環で「生産減・在庫減」というフェーズは「景気後退の末期」や「循環減速の谷」模索入りを示すものだ。景気に先行する株価にとっては、底入れや底固めの局面入りが支援されやすい。

前回の在庫調整による前年比低下と底入れは、2016 年 1－2 月にかけて観測された。当時の日経平均株価は前年 2015 年 8 月以降の急落を経て、ちょうど 2016 年 2 月で 1 番底を形成。その後、英国の EU 離脱といった特殊要因もあり、同年 6 月に 2 番底の再下落場面もあったが、そこから今年 10 月の高値まで上昇ラリーに移行した実績を有している。その前では 2013 年 8－11 月にかけて在庫の前年比は循環減少の底入れ形成となったが、当時の日経平均は近いタイミングである同年 6 月で大底の安値をつけている。

過去実績として在庫の前年比低下が底入れしたあとに、日経平均は月間高値ベースで前年比＋4000 円から＋6000 円は上昇するという相場サイクルが繰り返されてきた。今年 11 月は月間高値が 2 万 2583 円となっているが、これから 12 月以降に高値が 2 万 1000 円方向に切り下がったとしても、来年以降にかけて 2 万 5000 円から 2 万 8000 円方向への上値余

地が残されている。

現在の在庫調整の場合、先行して在庫の減少が進捗してきた業種も少なくない。10 月の在庫前年比では、輸送機械が－12.5%（9 月は－3.0%）、電気機械が－10.1%（－5.2%）、パルプ・紙が－6.1%（－2.0%）、生産用機械が－3.7%（－3.1%）などとなり、大幅な在庫低下が観測された。金属製品も＋0.1%の小幅上昇にとどまり、9 月の－1.1%に続く在庫抑制が示されている。

10 月は設備投資関連の打たれ強さも持続。経済産業省によると、「最終需要財の内訳の中で出荷上昇に対する寄与・影響度が大きかったのは資本財であり、工場等の固定設備に向けられる財とともに、鋼船など企業投資の対象となる輸送機械の出荷も好調であったことが分かる」という。

もちろん、現在は貿易摩擦や世界減速懸念など、先行き不透明材料が山積している。米 FRB については来年にかけての利上げ停止観測が高まっており、先行きドル安・円高のリスクも改めて警戒され始めた。

しかし、来年にかけての FRB 金融政策については、1) まだ利上げ停止のポーズ局面入りが協議され始めただけで、「利下げ地ならし」は尚早、2) 過去の利上げ引き締め局面とは異なり、現在はまだ「中立水準以下」の金利水準にあり（緩和的）、しかも来年以降は「引き締め直前」の中立到達で利上げ停止が検討されている、3) FRB のバランスシート縮小は粛々と継続される――という状況にある。それぞれ米国の景気や株価、ドルの下支え要因となるものだ。

出荷・在庫バランスや予測修正率は底入れ模索

前回の FRB による利上げ停止のポーズ局面としては、2006 年 7 月から 2007 年 8 月という期間があった。同時期には利上げ停止が米国の経済や株価を下支えする一方、米国の政策金利は高止まりが維持されたことで、ドル高・円安が慣性的に継続。113 円から 124 円方向までドル高トレンドが形成されている。連動する形で日本の鉱工業生産でも、生産指数は 113 から 119 方向に改善軌道を辿った実績を有している。

その前では 1994 年からの利上げと小幅利下げを経て、FRB は 1996 年 1 月から 1998 年 8 月にかけて金利高止まりの横這いポーズを持続させた。同時期にドル/円は 101 円から 147 円方向にドル高が進行したほか、日本の生産指数は 103 から 1997 年まで 111 方向への上昇が観測されている。

なお、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）」は最新10月に＋6.9%となり（9月は－3.8%）、2017年9月以来のプラス回復となってきた。あくまで災害打撃の反動増が大きく、明確な底入れ判断は尚早ながら、9カ月移動平均ベースでは2017年以降のマイナス幅拡大に歯止めが掛かるという、基調好転のシグナルが点滅しつつある。

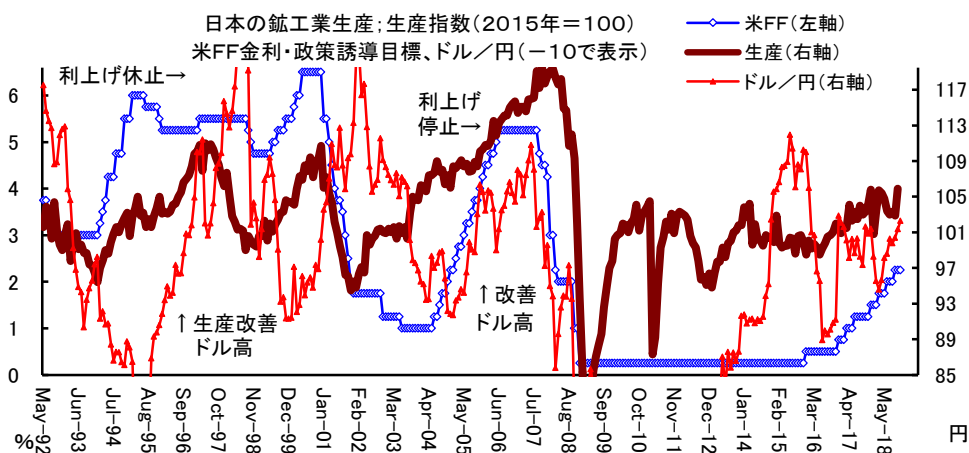
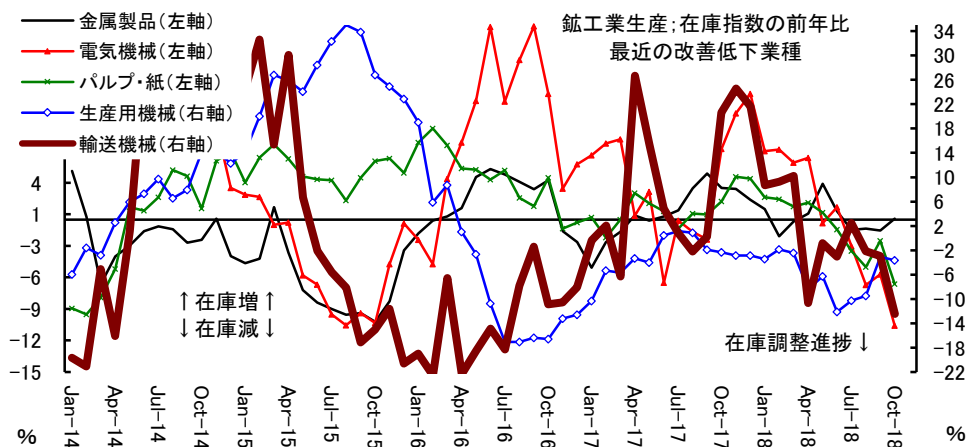
生産予測調査でも、貿易摩擦や世界減速、ハイテク特需剥落などによる「事前計画以下の生産下方修正ショック」の度合いが緩和されてきた。11月調査時点における予測修正率（今回予測調査による当月見込みの指数÷前回予測調査による翌月見込みの指数）は－0.8%となり、8月の－1.8%や9月の－1.9%から下振れ度合いが軽減されている。

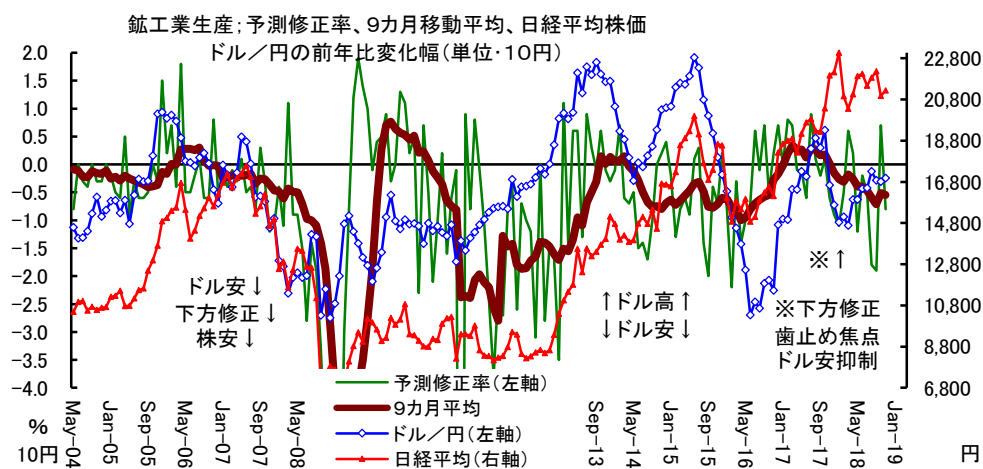
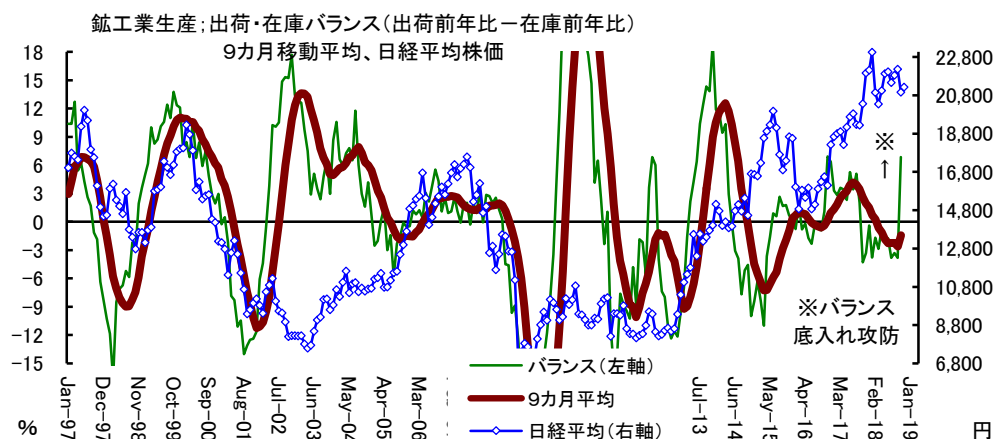
トレンドを示す9カ月移動平均では－0.5%となり、9月の－0.7%をボトムに下げ幅が縮小している。2017年3月の＋0.3%を直近最高とした「当初計画見合いでの下振れ」基調に歯止めが掛かってきた。現在は過去の世界減速やリスク回避局面と比べて、

ドル安・円高の度合いが限られていることなどが大きく、過去実績として日本企業の収益下方修正リスクの歯止めと日本株の底固めが支援されやすい。

過度な収益下振れリスクの一服を示す形で、日本商工会議所による最新11月の早期景気観測調査（LOB0、11月14－20日実施、全国3727企業対象）では、業況判断DIや売上（受注・出荷）DIの悪化傾向が改善へと転じてきた。全産業の業況は－14.9となり、7月の－16.7や10月の－17.2からの減速が一服となっている。売上に至っては11月に－5.3と10月の－13.6から大幅持ち直しとなり、2015年5月の－4.5以来というマイナス幅の縮小改善へと転じてきた。

同調査は1989年からの長い歴史があり、過去には日銀短観と密接な相関性を有している。現在は資源急落や政府による消費税増税の向けた経済対策、長期金利の再低下などが日本の内需を下支えしており、鉱工業生産についても外部不透明感に対する耐性強化と循環的な底入れ模索が注視されそうだ。





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。