

在庫・生産に調整余地も減速終盤

鉱工業生産、先行指標の出荷・在庫バランスは底固め

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

2019/4/1

2月の鉱工業生産指数は前月比+1.4%となり、4カ月ぶりのプラスとなったが、1月の-3.4%を埋めきれない足踏み状態が維持された。前年比では生産のマイナス転落と出荷のそれ以上の弱さが示され、その中で在庫が上昇するという、一段の在庫調整の必要性和生産の抑制リスクが示唆されている。もっとも生産の先行指標である出荷・在庫バランス（出荷前年比-在庫前年比）は底入れと底固めに移行しつつあり、循環的な減速の終盤入りと緩慢ながらも年央にかけての生産復調が注目されやすい。

生産低下の最終局面、株価底入れと符号

「在庫循環図でみると、今年1-2月では生産の低下に比べ、在庫はそれほど低下しておらず、在庫積み上がり局面から在庫調整局面にやや近づいた感がある。今後、出荷が弱まることで在庫調整が必要となり、企業が生産を抑制することにならないかどうか、海外経済の減速の影響も含め、注意して見ていく必要がある」――。

経済産業省では2月の鉱工業生産に関して、このような慎重解説を行っている。在庫循環図でいえば、3カ月移動平均ベースで生産の前年比が2カ月連続の低下に転落する一方、在庫は2カ月連続の上昇という悪い組み合わせになってきた。先行き一段の在庫調整の必要性が生産を抑制するという、「在庫減・生産減」の景気後退入りも警戒されつつある。

もっとも同ベースでの生産前年比は-0.6%減、在庫は+1.5%増にとどまっており、過去の景気後退入り目前に比べると悪化度合いは限定的だ。前回の世界減速局面である2015年には同じ2月に生産が-1.9%減、在庫は+5.4%という大幅増となっており、過去の減速比では現状からの深押しショックは抑制される。

しかも過去には2012年8月に、現在と同じような「生産の前年比マイナス転落と在庫のプラス幅拡大」という悪化局面があったが、景気に先行する日経平均株価は翌9-10月にかけて底入れ反転。その後の生産悪化の最終局面を織り込みながら、先回りの株高トレンドへと移行した経緯がある。その前では2005年8月に同様の短期調整局面があったが、やはり生産の最悪期通過の局面で株価は底入れ反転へと向かった。

その中で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2月に-1.7%となり、1月の-1.6%から小幅に悪化している。しかし、昨年7月と9月の-3.8%や12月の-4.0%をボトムとし

て、2016年11月の+6.9%をピークとした悪化基調が底入れと底固めへ移行しつつある。

トレンドを示す12カ月移動平均でも、昨年9月が大底となる形での底入れに移行してきた。前回の同バランス悪化局面では12カ月移動平均が2015年5月で先行底入れとなったが、当時の日経平均株価は同年8月からのチャイナショックなどの洗礼を経ながらも、「約9カ月後」の2016年2月から底入れ、「約1年後」の6月前後から反転上昇となった。今回も昨年9月でのバランス先行底入れから、4月で8カ月目を迎える。改めて日経平均は底固めと下限の切り上がりが支援されやすい。

過去に同バランスの悪化局面で、12カ月移動平均は2013年6月、2009年8月、2006年1月、2004年5月などで底入れと上向き化へと転じた。いずれもその前後で日経平均株価は底入れ反転となり、生産の運行改善に連動する形で1-2年間の株高ラリーに移行した実績を有している。

しかも各局面ともに同バランスの底入れ後、日経平均は「前年同月の安値」を上回る下限の前年比プラス軌道へと移行してきた。ちょうど今年も3月の月間安値は2万0911円となっており、昨年3月の2万0347円を上回ってきた。昨年10月以来となる、前年同月安値の上振れプラス回帰となっている。

資本財生産の予測は底堅さ、設備投資の耐性示唆

過去実績に沿えば同バランスの底入れ軌道が維持されている限り、4月以降も昨年4月安値2万1056円、5月2万1931円、6月2万2038円などが当座の下値メドとして注視されそうだ。

しかも現在は4月の新年度入り以降に、設備投資計画の実行余地が温存されたままだ。設備投資に先行する資本財（輸送機械を除く）については、3月の生産予測調査で4月見込み（翌月予測）が前月比+7.5%のプラスとなった。昨年3月調査時の+18.3%、2017年3月時の+22.4%からは減速してきたが、新年度での設備投資の一定の底堅さを示唆するものだ。

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。一方で過去的大幅改善時のような2桁プラスでない分だけ、反動調整的な資本財生産の減速と株価の反落ショックの度合いも抑制される。

もちろん、今年は4月から年後半にかけて、国内外で不透明材料が山積している。先行き生産計画の慎重姿勢が在庫調整のペースを遅らせ、それが生産

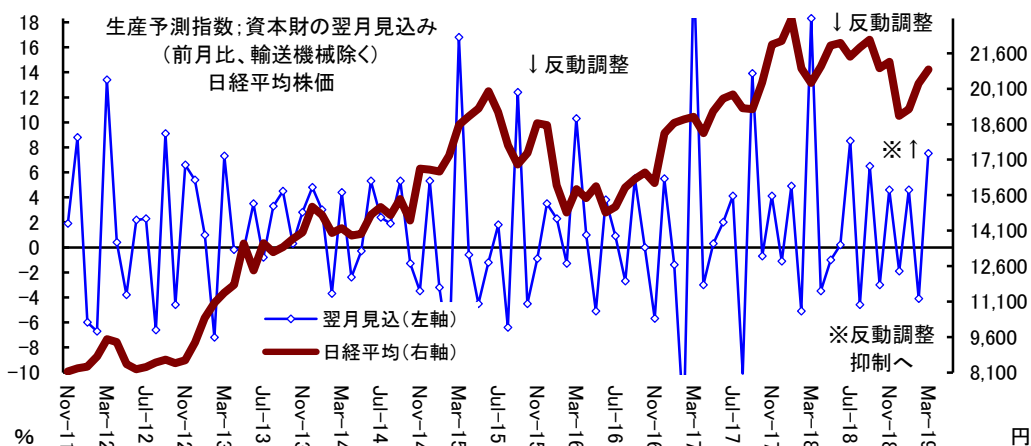
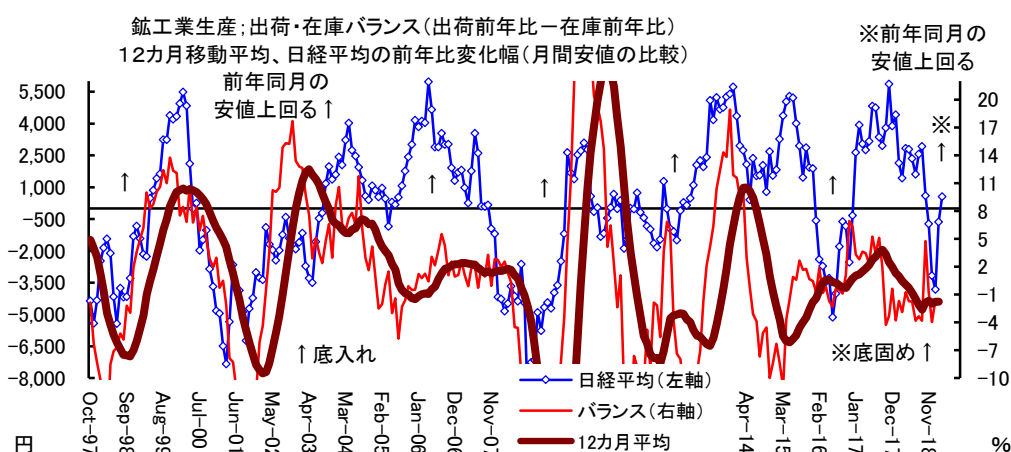
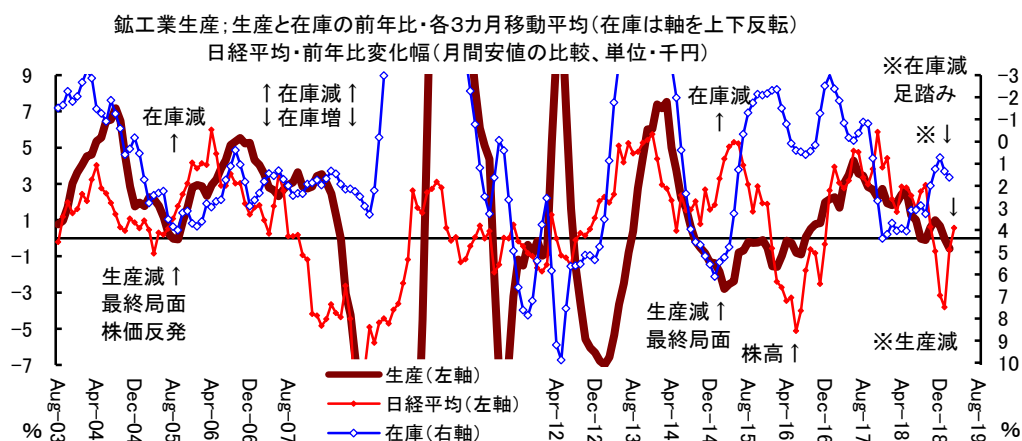
を抑制させる停滞期入りのリスクは残る。一方で生産の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す出荷・在庫バランスでは業種別で先行改善してきたセクターも少なくない。2月には輸送機械が+10.5%となり、前月の+3.7%からプラス幅を先行拡大させてきた。

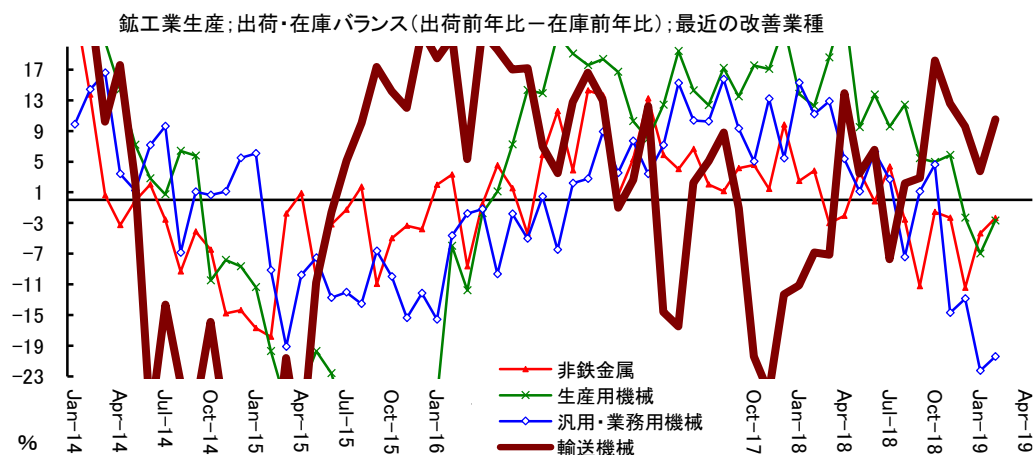
さらにはパルプ・紙が+4.3%（前月+6.1%）、非鉄金属が-2.4%（-4.4%）、生産用機械が-2.7%（-7.0%）などと先行での改善や下げ止まりに転じている。中国減速などが直撃している汎用・業務用機械についても、2月は-20.4%と前月の-22.3%

をボトムとした底入れ期待が高まってきた。

その反面、IT・ハイテク関連は改めて特需反動の深押しが警戒されている。2月の鉱工業生産では、電子部品・デバイス工業の出荷が前月比-5.7%と大幅減になった。在庫も+6.5%と再増加し、昨年7月以来の大幅伸び率に積み上がっている。

経済産業省では2月の生産「低下寄与業種」として、自動車を除く輸送機械、無機・有機化学、電子部品・デバイスを挙げ、「電子部品・デバイスについては、4か月連続で低下と、2月も弱さが続いている状況」と警戒姿勢を強めている。





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。