

出荷・在庫バランス、先行改善の業種漸増

2019/5/8

生産に先行性、輸送機械・電気・非鉄・電子部品など

3月の鉱工業生産指数は前月比-0.9%と低迷し、経済産業省は基調判断で2015年8月以来の「生産は弱含み」という慎重表現を用いた。生産の現場サイドでは、根深い世界減速や貿易摩擦、在庫積み上がりなどによる打撃が続いている。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（出荷前年比-在庫前年比）」では、先行改善の業種が漸増してきた。輸送機械や電気機械、非鉄金属、電子部品・デバイス工業などであり、先行き生産全体や日本株の底入れと底上げへの期待を高めていく。

電子部品・デバイス、最悪期の脱却示唆

「3月の鉱工業在庫・指数値は、2015年基準で最高水準となってきた。一方で3月の在庫上昇は、工場の定修や修繕工事のスケジュール等による一時的な要因もある。在庫循環図でも、企業が在庫を増やさないう、これまで生産調整を行ってきた結果が表れている可能性がある。現在の在庫上昇が今後の生産に影響を与えるか否かについては、細かく注視していく必要があらう」――。

経済産業省では3月の鉱工業生産に関して、こうした微妙な判断を行っている。

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、在庫は上昇の悪化傾向が3か月ぶりに一段落となった。先行き一段の在庫調整が生産を抑制するという、「在庫減・生産減」の景気後退入りリスクは消えていない。一方で在庫は指数値こそ記録的な高水準ながらも、前年比では上昇一服となってきた。在庫循環図では「在庫調整から意図せざる在庫減、そのうえで在庫の重石軽減を受けた生産の復調」へ向かうという、先行きの底入れ兆候も微かに点滅し始めている。

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）」では、3月に先行底入れの業種が漸増してきた。輸送機械は+11.7%と前月の+10.5%からプラス幅を拡大させたほか、電気機械も+4.5%と前月の+0.5%から改善している。非鉄金属は-4.0%と前月の-2.6%からは悪化したものの、昨年12月の-11.3%を最悪期とした底固め軌道を堅持させた。

その他、汎用・業務用機械は-21.2%と苦境が続く一方、1月の-22.4%での底入れ攻防に直面。同じく化学も-12.0%と低迷持続ながら、1月の-13.3%、2月の-14.5%からは改善しており、最悪

期通過の可能性が焦点になってきた。

こうした業種の中には、世界景気に先行する敏感セクターが少なくない。同時に昨年からの貿易戦争と世界景気打撃の不透明感などにより、「企業が在庫を増やさないう、これまで生産調整を行ってきた」（経産省）結果として、深押し制御と早期回復が支援されている可能性もある。先行き生産全体や日経平均株価について、底入れと底上げに期待をつなぐものだ。

ちょうどTOPIXの業種別リターンでは、4月最終営業日の段階での4月の月初来・上昇率上位に、機械、電気機器、輸送用機器、化学といった関連業種が食い込んでいる。また、3月の鉱工業出荷で「上昇が目立った品目」としては、化学のパラキシレン、エチレン、プロピレン、電気のリチウムイオン蓄電池、汎用・業務用機械の一般用蒸気タービン、ボイラ部品、コンベヤ、輸送機械の航空機用発動機部品などが君臨していた。

しかも出荷・在庫バランスでは、世界的にIT・ハイテク特需の反動剥落が重石になっている電子部品・デバイスに底入れ機運が見られている。3月は在庫の急減もあり、-7.8%と前月の-30.4%から大幅にマイナス幅を縮小させてきた。昨年9月の-35.7%という先行崩落を経て、当座の最悪期脱却と持ち直しの先行シグナルが点滅しつつある。

資本財が底堅さ、設備投資と株価を支援

同バランスの12カ月移動平均線は、トレンドを示す方向角度が2017年8月以来、実に19か月ぶりとなる上向き化（プラス化方向）へと好転してきた。すでに米国株市場では代表的なハイテク株指数、フィラデルフィア半導体株指数（SOX）が年初から反転上昇となり、4月からは改めて過去最高値を更新している。単なるFRBの利上げ停止や各国中銀の金融緩和回帰、中国などの景気対策といった影響だけでなく、在庫調整や生産調整の進捗などを踏まえた出荷・在庫のバランス改善も下支え要因となっている。

過去に日本の鉱工業生産で同品目のバランスが底入れ改善となったあと、米株SOXは月間の高値比較で最低でも前年同月比+30%、最大で+60%から+80%という上昇パターンが繰り返されてきた。現在は今年4月時点で、+18%の上昇率となっている。過去の相場循環に沿うと、現状段階からさらに+10%以上の株高余力は残存している。

一方、日本の国内要因では、数少ない希望となっているのが設備投資の打たれ強さだ。今後は4月の新年度入りのほか、4月末からの10連休明けや、5

－6月での日米による貿易協議の進展を踏まえて、新年度分の設備投資計画の「实际的な実行始動」が注目されやすい。

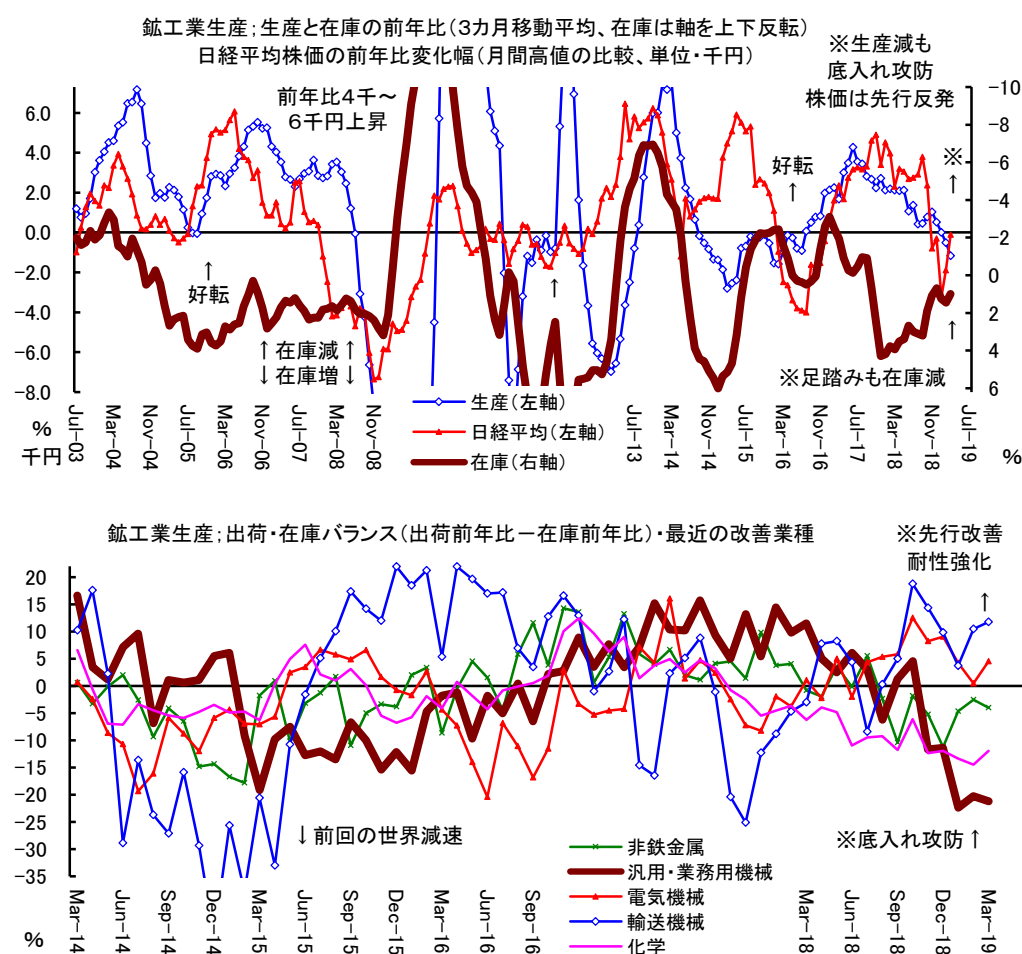
設備投資に先行する資本財（輸送機械を除く）については、4月の生産予測調査で5月見込み（翌月予測）が前月比+6.1%のプラスとなった（前回+8.9%）。予測調査では例年、3月調査と4月調査の翌月予測に関し、新年度計画の社内決定などもあって上振れする季節パターンが目立っている。

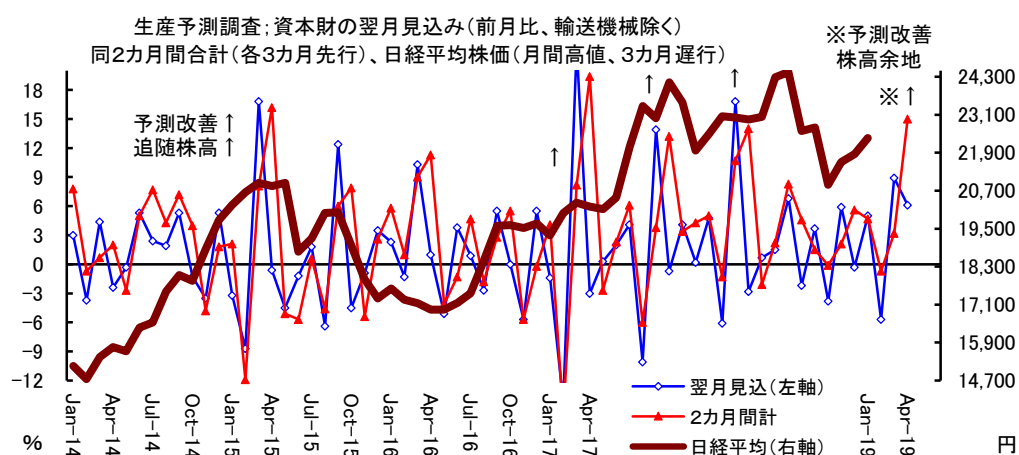
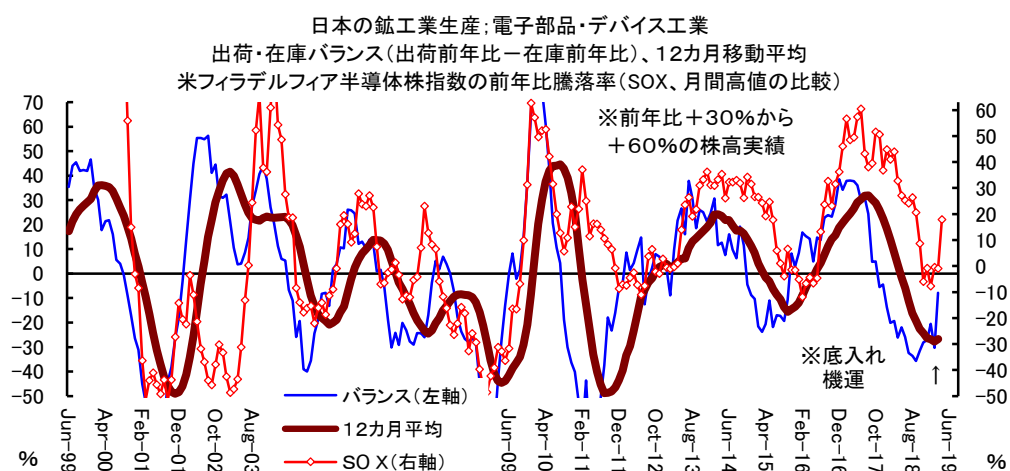
今年の場合、3月調査と4月調査の翌月予測では、2カ月の合計で15.0%となってきた。昨年3－4月時の+14.0%を上回り、2017年同期の+19.4%以来の高い伸び率になっている。今年度における設備投資の一定の底堅さを示唆するものだ。

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カ月後の日経平均株価を押し上げてきた。実際、最近の資本財生産予測の「2カ月合計で10%以上」という今回とケースでいえば、その1－3カ月以内に日経平均は3カ月前比（月間高値の比較）で、昨年6月に+1040円、2017年11月に+3268円、2015年12月に+1235円、2015年4月に+2402円、2013年3月に+2217円、2012年3月に+1525円といった、明確な追随株高の実績が観測されている。

今年の場合、4月の月間高値は2万2362円となっている。あくまで過去の相関実績に沿えば、今後1－3カ月後の5－7月にかけて、+1000円で2万3000円、+2000円で2万4000円といった方向を試す可能性は非現実的ではない。





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、複製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。