

鉱工業生産、出荷・在庫バランスが底固め

2019/7/1

生産に先行、ハイテク崩落一段落や駆け込みの光明も

5月の鉱工業生産指数（2015年＝100）は前月比＋2.3%の105.2となり、改めて今年1月の102.1を最悪期とした底入れが示唆された。生産や在庫循環に先行する出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）も、2016年11月を最高とした悪化トレンドが底固めへと向かいつつある。引き続き在庫の高止まりといった下押し材料は残されているものの、ハイテク関連の当初計画比での下振れ崩落一段落や、消費税増税に向けた耐久消費財での緩やかな駆け込み需要など、微かな光明も散見されつつある。

電子部品・デバイス、予測修正率が崩落から改善

「5月の生産指数は、2カ月連続で前月比上昇となる＋2.3%となった。しかし、予測調査では6月の生産計画で前月比－1.2%の低下が見込まれ、7月計画も小幅上昇の＋0.3%にとどまっている。5月の生産改善は一時的な上昇とも考えられ、生産が上昇基調に入ったとまでは言い難い」――。

経済産業省は最新5月の鉱工業生産に関し、こう総括しながら「一進一退」の慎重判断を据え置いた。懸案の在庫積み上がり問題では、在庫指数が前月比＋0.6%上昇の104.4となり、2009年2月以来の高水準となっている。依然として世界減速や貿易摩擦、円高などの不透明材料もあって、在庫調整が一段の出荷減と生産調整に波及していく下押しリスクは消えていない。

もっとも在庫上昇について、経済産業省は「今後の需要増や工場の定修・メンテナンスに備えた前向きな積み増しによるもの」が含まれている可能性を示唆した。実際に5月の出荷は前年比＋1.1%となり、昨年10月以来のプラス化へと復調している。少なくとも昨年11月以降の「在庫増と出荷減の負の連鎖」は一服となってきた。

結果、在庫循環のモメンタムを示し、生産の先行指標となる「出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）」は、底入れと底固めの兆候が見られている。5月は－0.6%となり、4月の－2.9%からマイナス幅を縮小させた。2016年11月の＋6.9%を最高とした循環減速局面を経て、昨年12月の－4.0%をボトムに最悪期通過を固めつつある。循環トレンドを示す18カ月移動平均も、2カ月連続で上向きへと転換。やはり2016年以降の低下基調に歯止めが掛かってきた。

前回の同バランスの悪化局面は、2016年6月の－2.3%で底入れとなった。当時の日経平均株価はちょうど同月で底入れとなり、2018年1月まで上昇トレンドが点火されている。その前では2014年11月に

かけて、－10.0%という大幅悪化が見られた。日経平均はやはり同月を底値として、2015年6－8月にかけて上昇ラリーに移行している。現在の日本株も調整下落を経ながらの下値固めと、緩やかな下限切り上がりの軌道入りが注目されやすい。

内憂外患が続く日本の生産環境にあって、数少ない光明となるのがハイテク関連「電子部品・デバイス工業」の崩落一段落だ。生産予測調査での予測修正率（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、6月調査が＋5.8%となった。前月の＋4.6%に続く「当初計画比での上方修正」となっている。

最近では世界的なハイテク特需の剥落や米中ハイテク戦争などもあり、昨年5月に－10.2%、今年2月に－9.8%といった大幅な下方修正が続いてきた。しかし、5－6月は反対の上振れ修正へと変調しており、ハイテク関連の在庫調整進捗と需要悪化の一服、ハイテク株の底入れ支援要因として注視される。

すでに米国の代表的なハイテク株指数であるフィラデルフィア半導体株指数（SOX）に関しては、6月28日週にかけて13週移動平均線の「上抜け回帰」と「方向性の上向き化」が見られ始めた。26週線が下から52週線を上抜ける中長期の上昇シグナルも点灯しており、改めて今年4月の過去最高値方向を目指す出直り相場が注目されやすい。

増税で耐久消費財改善、過去は物価とドル底上げ

なお、5月鉱工業生産における品目別出荷のうち、前月比で2カ月連続プラスとなった打たれ強い製品としては、上昇率の上位から、レーダ装置、デスクトップ型パソコン、機械プレス、固定通信装置、フラットパネルディスプレイ製造装置、ほうろう鉄器製品、金属工作専用機、アンモニア、大型バス、軽トラックなどが健闘している。ハイテク関連のほか、設備投資関連での底堅さが散見されている。

その他、5月の財別・鉱工業生産で、数少ないプラス材料となったのが耐久消費財の生産改善だ。5月は前年比＋8.2%となり、2017年4月以来の大幅上昇となってきた。4月後半からの大型連休の反動リバウンドがあるとはいえ、10月の消費税増税に向けた緩やかな駆け込み需要の影響も注目される。

前回、消費増税が実施された2014年4月の場合、耐久消費財の生産は半年前から前月まで＋10%以上の増勢が観測された。その前の1997年4月の際にも、半年前から＋10%から＋20%方向への上昇が見られている。

いずれも増税開始の前後では、懸け込み需要や便

乗的な値上げ、増税分の価格上乗せ効果などもあり、「消費税を含めたコア CPI（生鮮食品を除いた消費者物価指数）」は、連動する形で前年比のプラス幅を拡大させてきた。各局面における物価押し上げ効果は、デフレ・円高の後退に寄与。兩年ともに複合要因もあって、ドル/円ではドル高・円安が連動進行した実績を有している。今回はドル安・円高の材料が山積しているものの、少なくともドルの下げ渋りや下落幅の狭まりといった影響が注目されやすい。

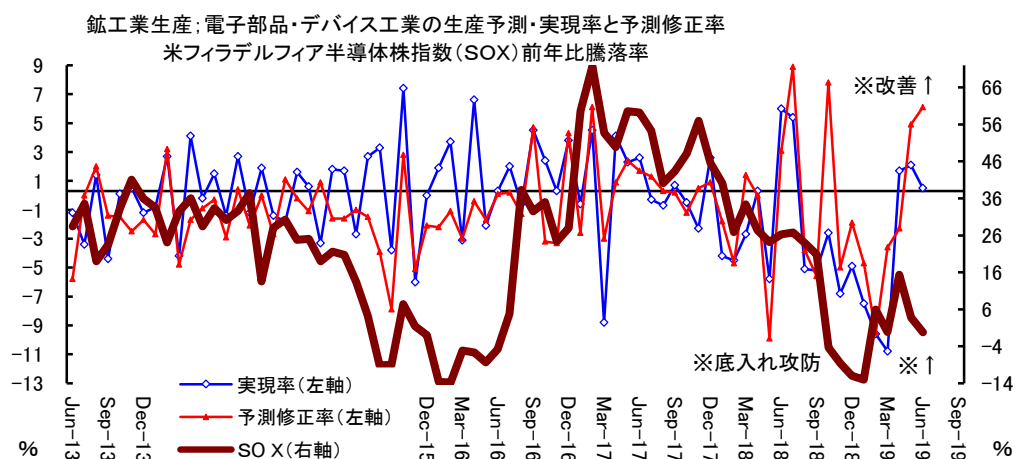
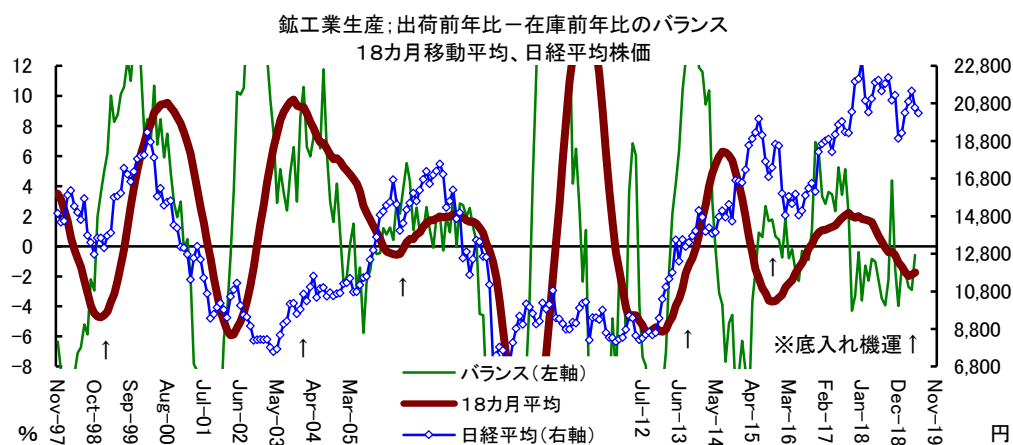
しかも過去実績として、鉱工業生産の生産指数とドル/円は水準面で明確な相関性を有してきた。5月の生産指数（2015年＝100）は105.2に対し、同月のドル/円のドル安値は108.51円前後であった。ドルのほうが+3.3前後の上振れという、近い位置関係にある。1978年以降の40年超に及ぶ過去実績として、基本的にはドル/円でのドル水準が生産指数レベルを上回る相関性が長期常態化してきた。

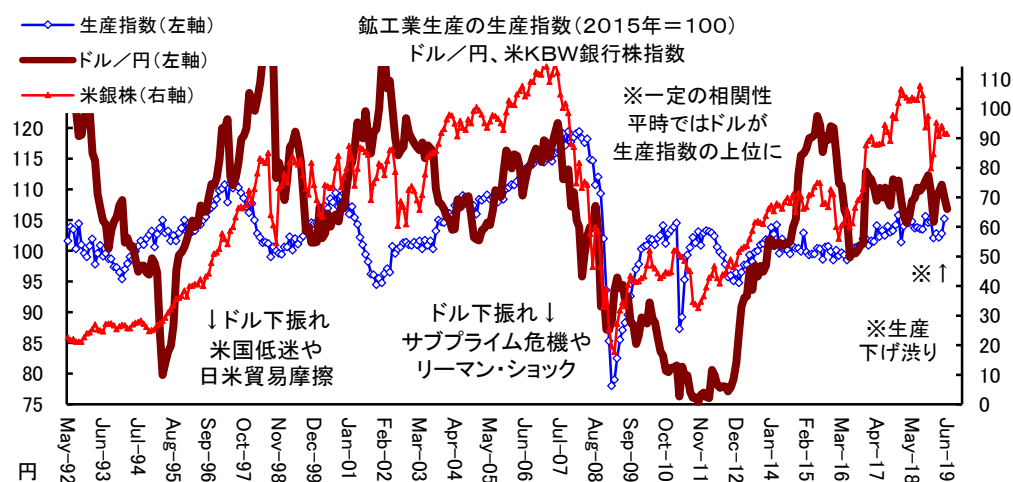
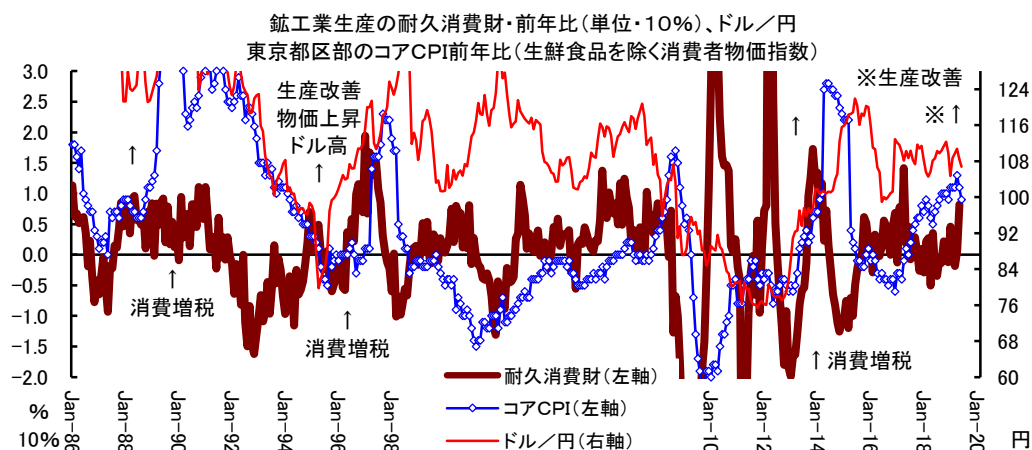
ドルが生産指数を継続的に大きく下回ったのは、

米国の景気低迷や日米貿易摩擦激化のあった1994－1995年、米国でサブプライム危機とリーマン・ショックの打撃が長期化した2007－2013年という、特殊混乱ケースに限られている。

また、ドル相場の生産指数に対する上振れ幅は、アベノミクス相場以降の7年（84カ月）平均が+3.6、前回、貿易摩擦が激化した1994年以降の25年（200カ月）平均が+1.7となっている。それぞれ今年5月の生産指数105.2に上乗せすると、108.80円や106.90円といった水準となる。あくまで結果論ながら、現在のドル/円106－108円前後は生産指数との見合いで一定の整合性を有している。

先行き生産指数については、5月の105.2前後での底固めと緩やかな上昇回帰が見込まれる。40年に及ぶ過去実績としての相関関係からして、ドル/円も「生産指数レベルの上抜け維持」や「一定の上乗せ幅を加味した上振れ水準での推移」が焦点になりそうだ。





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。