

懸案の在庫増、最悪期通過の業種現出

電機・機械・自動車・非鉄・金属など、鉱工業生産

2019/9/2

7月の鉱工業生産指数（2015年＝100）は前月比＋1.3%の102.7となり、2017年1月以来の低水準となった前月の101.4からは悪化一服となった。それでも根深い貿易摩擦や世界減速などのほか、国内での消費税増税もあって、底入れ遅延や回復力の鈍さが警戒される。一方で懸案の在庫急増については、在庫率指数の個別業種で電気機械、業務用機械、自動車、非鉄金属、金属製品などで、「最悪期通過」の上昇ピークが見られつつある。全体でも生産に先行する出荷・在庫バランスが、底入れ攻防に直面してきた。

在庫率は生産に3カ月先行、年後半の底入れ期待

「7月の鉱工業生産は2カ月ぶりに前月比で上昇したが、十分回復した水準とは言えない。鉱工業在庫は現行2015年基準での最高水準が続いたあと、7月は6カ月ぶりの低下となったが、引き続き高水準とあって注意深く見ていく必要がある」――。

経済産業省では最新7月の鉱工業生産に関して、このような分析を行っている。生産予測調査も、8月が前月比＋1.3%で、9月は－1.6%と一進一退が持続。企業の生産計画の上方バイアスを考慮すると、「8月は低下もあり得る程度のプラス幅にとどまっているほか、8月は上昇したとしても、9月は再び低下することが考えられる」（同）と慎重な見通しが示されている。

一方で懸案の在庫増問題に関しては、在庫率指数の業種別で、電気機械、業務用機械、自動車、非鉄金属、金属製品などで「最悪期通過」の上昇ピークが見られつつある。電気機械は前月の132.3から107.1へと大きく低下し、昨年1月の140.0に続く2番天井の形成と低下転換が焦点になってきた。業務用機械は134.4となり、5月の142.8、6月の142.9という大幅上昇での陰の極クライマックスが示唆されつつある。

また、自動車は80.2と前月の85.0から大きく低下したほか、先行して2016年12月（79.4）以来の低水準へと在庫調整が進捗してきた。前回の在庫調整はその前月にあたる2016年11月の78.4で底入れとなっており、今回も80割れ接近とあいまって終盤入りが注目されやすい。非鉄金属も同様に90.3という、昨年8月以来の低水準に在庫調整が先行進展している（前月は95.7）。

ちなみに在庫率とは、製品の出荷に対する在庫の割合を示すものだ。経済産業省によると、「在庫率は製品の需給動向を表す指標であり、生産動向に先行性があると言われている」という。過去の同省によ

る相関検証によると、「在庫率が生産に対し、3カ月先行する時点での相関性が最も高い」。その点でいえば、7月指標にかけて在庫率指数が先行低下してきた業種に関しては、10－12月にかけての生産の底入れ期待が残存している。

ちょうど日本株市場のTOPIXでは、30日までの直近3カ月間の激震相場における業種別リターンで、「逆行プラス」の上昇率上位セクターに、電気機器、精密機器、金属製品などが君臨している。自動車が含まれる輸送機器についても、直近5日間では打診的な割安物色が観測された。こうした在庫調整の先行進捗セクターに関しては、現状からの下落余地の狭まりと先行仕込み買いが意識されやすい。

品目別での在庫率指数のうち、7月に前月比での低下率が大きく、かつ4月以降に低下月が目立つ在庫減少製品としては、普通鋼鋼矢板、薄型テレビ、リチウムイオン蓄電池、産業用アルミニウム、太陽電池モジュール、混成集積回路、金属工作専用機、電気洗濯機、フォークリフトトラック、炭素繊維、小型乗用車、複写機、酢酸ビニルモノマーなどが見られている。

特徴としては循環的な底入れが注目される一部の電気機械・ハイテク分野のほか、消費増税前の駆け込み需要関連、設備投資関連、世界景気の変動に左右されないオンリーワンの高技術関連などで、先行した在庫調整が散見されている。

生産12カ月累計が減少転換、在庫調整に波及へ

鉱工業生産全体の過剰在庫問題で、積み上がりピークに期待をつなぐのが、漸進的な生産調整の進展だ。生産指数は前月6月に101.4となり、2017年1月以来の低水準へと低下してきた。直近の改善ピークとなった2017年12月の105.8から19カ月に及ぶ減速期間が経過しており、足元の先行き不透明感による生産調整持続とあいまって、「過剰生産の抑制」が在庫の積み上がり一段落と減少転換を支援していく。

生産量の累積規模を示す生産指数の12カ月間累計も、2016年8月以降の循環拡大局面を経て、昨年12月以降は前月比マイナス傾向が目立ち始めた。過去実績として生産累積量の減少転換は、タイムラグを経て在庫累積量の減少へと連鎖波及していく。連動する形で日経平均株価は、底入れ反転するパターンが繰り返されてきた。

ちょうど現在は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）」で、底入れと底固めの攻防が続

いている。7月は-2.2%となり、6月の-6.4%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、4月以降は上向き化が目立ち始めた。やはり2016年以降の低下基調に歯止めが掛かっている。

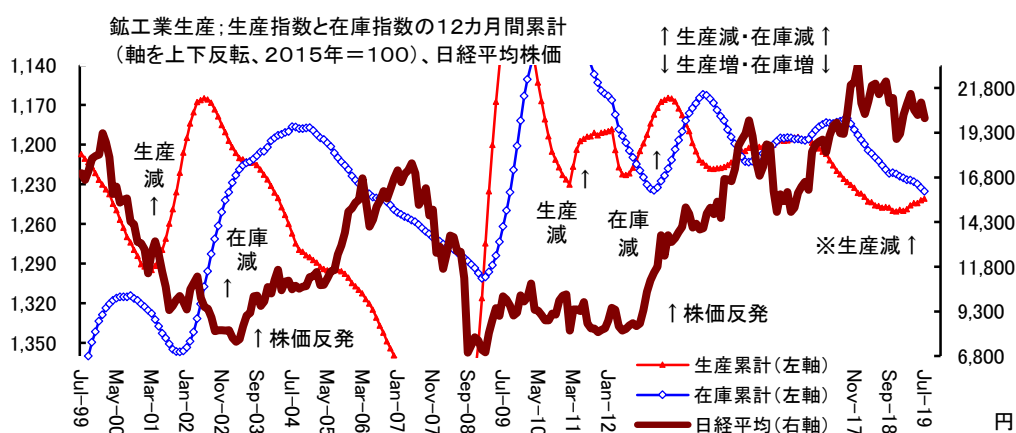
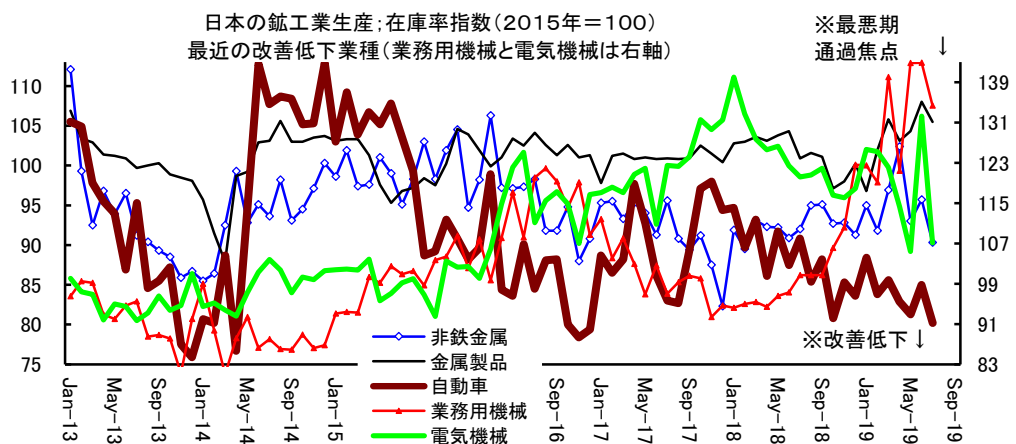
前回の同バランスの悪化局面は、2016年6月の-2.3%で底入れとなった。当時の日経平均株価はちょうど同月で底入れとなり、2018年1月まで上昇トレンドが点火されている。その前では2014年11月にかけて、-10.0%という大幅悪化が見られた。日経平均はやはり同月を底値として、2015年6-8月にかけて上昇ラリーに移行した実績を有している。

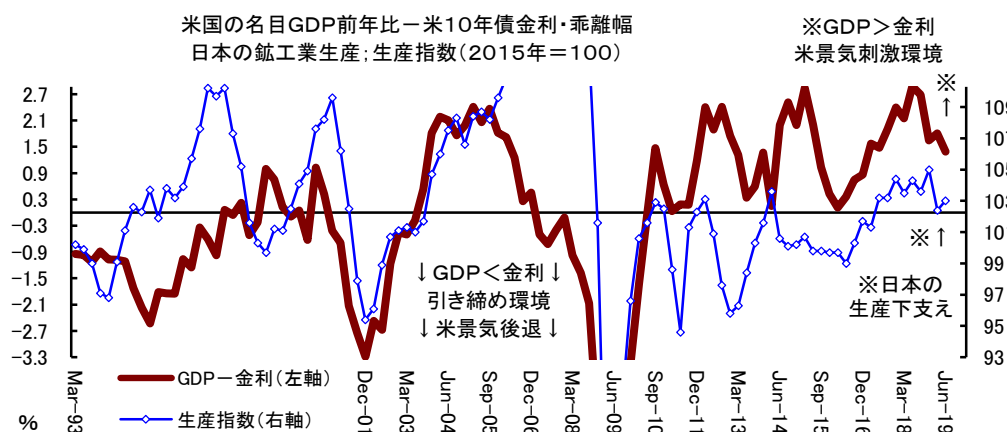
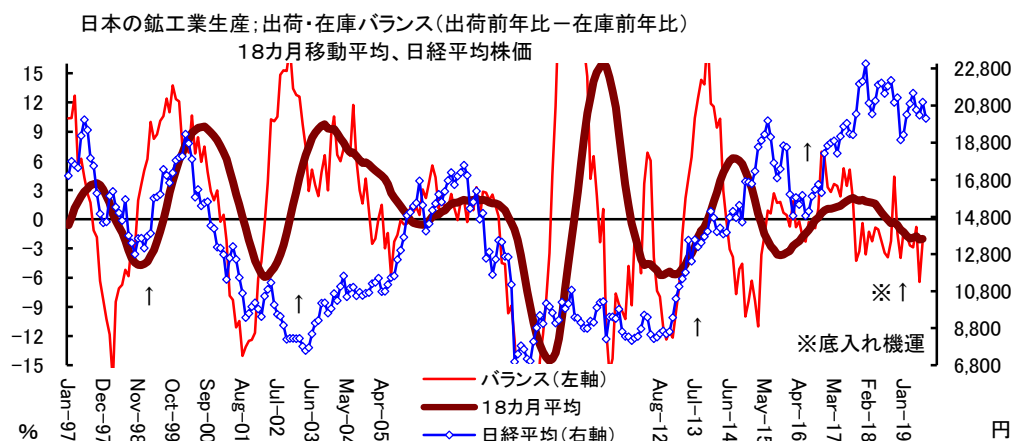
もちろん、今回は米国で景気後退の先行シグナルとなる長短金利差の逆転が発生するなど、日本の鉱工業生産の先行きには不透明感は根強い。しかし、現在の米国では、構造的な低インフレやFRBの緩和積極姿勢、世界的なカネ余りなどによる米国債金利の押し下げ（債券価格は上昇）圧力などもあり、「名

目成長率見合いでの低金利」が堅持されたままだ。緩和的で景気刺激型の経済環境が延命されている。

最新4-6月も米国の名目GDP前年比は+4.0%と底堅さが維持される一方、同期の米10年債金利は最高でも2.61%にとどまった。結果、「名目GDP前年比-米10年債金利」の乖離幅は+1.4%となっている。昨年4-6月の+2.9%を直近最高として緩和環境は減退してきたが、それでも2010年以降は9年わたって「名目GDP前年比の対・金利上振れ」という差し引きプラス状態が定着したままだ。それが10年に及ぶ米国の経済成長と株高を底流部分で下支えしている。

1980年代以降、4-6月時点で同乖離幅が+1.4%程度の名目成長率優位を示しながら、翌年にかけて米国の景気が後退入りした例は皆無に等しい。リーマン・ショックの前では2006年4-6月の+1.25%という乖離幅のあと、プラス幅縮小とマイナス化へと転じていったが、米国経済が本格悪化したのは、2年以上あとの2008年後半以降となっている。





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自身でお願いします。