

鉱工業、生産抑制が在庫減に波及余地 在庫「先行減」業種漸増、株価の底入れ反発に連動

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

2019/12/2

10月の鉱工業生産指数（2015年＝100）は前月比－4.2%の98.9となり、下げ幅は2018年1月以来、指数水準は2016年5月以来という大幅な落ち込みとなった。台風被害や前月大型案件増の反動などが影響したとはいえ、在庫増の重石残存や世界景気の反発力の鈍さなどもあって、先行き脆弱性が警戒される。一方で生産減速は約2年が経過しつつあり、生産抑制が先行き在庫減少へと波及していく。すでに先行在庫減の業種が漸増してくるなど、日本株の底入れ反発に付随した最悪期通過の兆候も見られている。

生産12カ月累計が減少転換、在庫減に波及へ

「（日本経済は世界減速や貿易摩擦などの逆風に見舞われてきたが）外需の変動に対して、頑健性が向上しているという構造変化が見られている。背景としては、国際分業体制の確立や国内での人手不足定着と需給ギャップ改善、省人化や省力化などを目的とした設備投資の底堅さ、設備投資などの供給サイド拡大に伴う潜在成長率の上昇期待などがある。同時に海外の環境変動に対して、為替レートが安定化してきたことも頑健性の向上に寄与している」――。

日銀の桜井真審議員は11月27日、このような見解を示した。このうち為替安定化という構造変化に関しては、以下のような分析を行っている。

- 1) 現在、主要先進国の間で物価目標の水準に大きな差異はないほか、今年に入ってから金融緩和方向にあるという面で政策の方向性に大きな違いがない。
- 2) リーマン・ショックから10年を経て、主要国における各中銀間のバランスシート規模や通貨供給量の相対的な関係がかなり安定的になってきた。主要国間での相対的な量的緩和度合いの変動幅も、以前より小さくなっている。
- 3) 日本ではデフレでない状況が続く中、購買力平価の観点から長期的な名目為替レート調整圧力に影響を与える「主要国間のインフレ率」の格差が大幅に縮小してきた。

一方、過度な円高は回避されながらも、最新10月の鉱工業生産は大幅な悪化となった。台風被害や前月の特殊案件増の反動減のほか、根深い世界減速や貿易摩擦、日韓対立などが重石となっている。前月の特殊案件増については、コンベヤや運搬用クレーン、「ウィンドウズ7」のサポート切れを控えたパソコン特需の集中などがあった。

10月統計を踏まえて経済産業省は、「鉱工業生産

はこのところ上昇と低下を繰り返しつつも、指数は徐々に低下しており、生産に弱さが感じられる」と指摘。先行きについても「11月は低下の見込みが高いほか、12月も現時点では大幅な上昇までは見込み難い」と慎重な見通しを示している。

一方で鉱工業生産の生産や在庫は日経平均株価と密接な相関性を有しており、株価の底入れ反発の裏側で生産も底入れ（在庫は頭打ち）に向かっている可能性は無視できない。生産指数は2017年12月の105.8を直近最高として循環減速に移行しており、すでに10月で22カ月が経過してきた。時間調整が進捗する中で、生産の積み上がり動向を示す12カ月間の指数累計は昨年12月から減少へと転じている。過去実績として生産の積み上がり一服と減少転換は、タイムラグを経て在庫減少へと波及してきた。

例えば前回、生産指数の12カ月間累計が積み上がりから減少に転じたのは、2014年8月以降であった。在庫の積み上がり度合いを示す在庫指数の12カ月間累計は、11カ月後の2015年6月から減少に転じている。その前の減速局面では、双方の時間差が2012－2013年時に9カ月、2008－2009年時に9カ月、2001年時に10カ月といったタイムラグのパターンが繰り返されてきた。

ハイテク生産、逆風下で9－11月に連続上方修正

今回の場合、生産の累積は昨年12月から減少転換となっており、足元では約12カ月が経過している。株価上昇という先行サインとあいまって、「生産の積み上がり減少の在庫減への遅行波及」という循環変化が目玉されやすい。

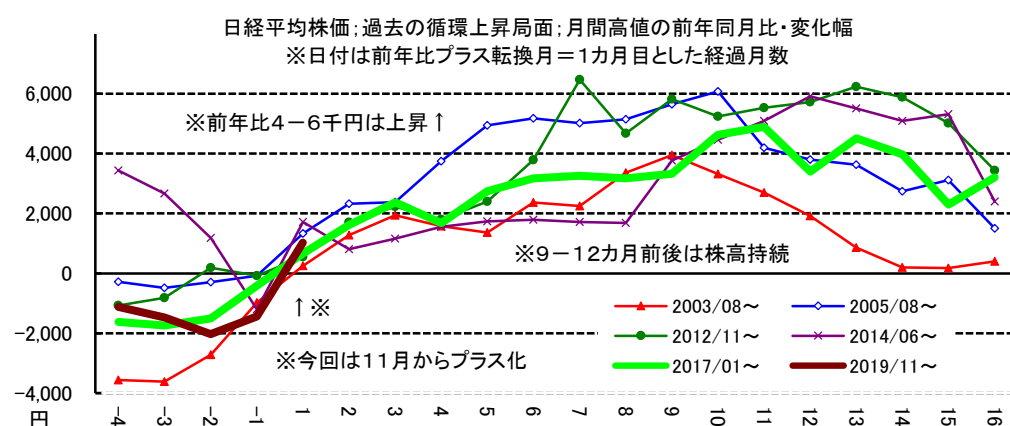
在庫指数については、先行して低下改善となってきた業種も漸増し始めた。10月の前月比では、輸送機械が－5.8%、非鉄金属が－4.5%、繊維が－2.6%、汎用機械が－1.6%、窯業・土石が－1.0%、化学（除く医薬品）が－0.5%――などが在庫減に移行している。

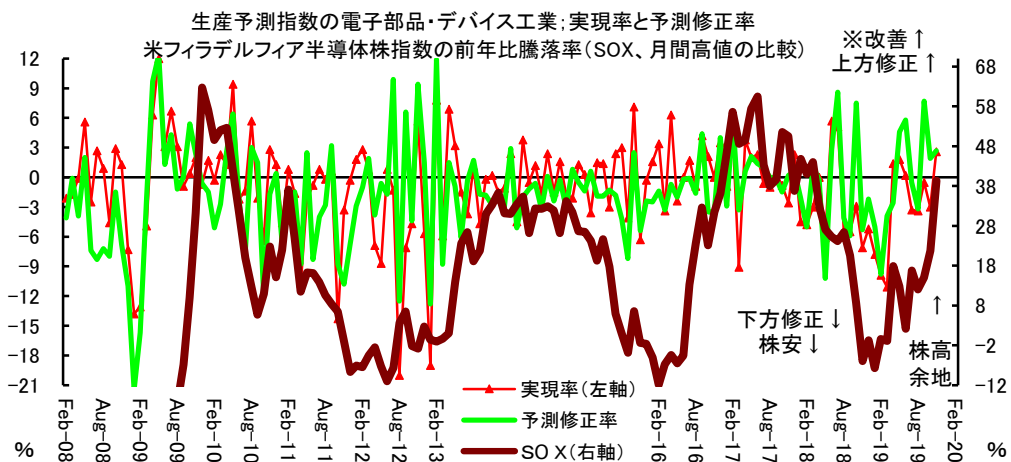
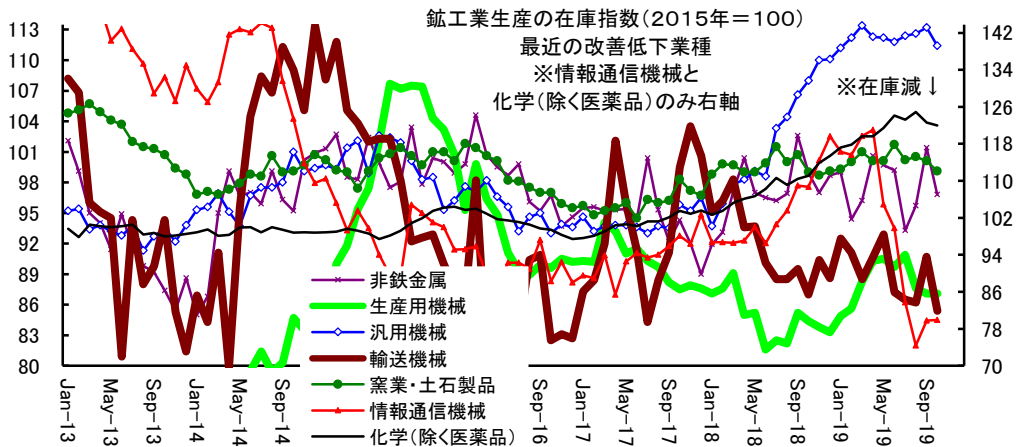
一方、世界景気の循環回復を「期待先行」で先導しているITハイテク関連は、10月の鉱工業生産でも改めて底入れと循環回復入りが示唆された。生産予測調査での予測修正率（今回予測調査による当月見込みの指数／前回予測調査による翌月見込みの指数）によると、ハイテク関連の「電子部品・デバイス工業」は、11月調査が＋2.7%となった。9－11月は複合的な悪材料があったものの、10月調査の＋1.9%、9月調査の＋7.6%に続いて「当初計画比での上方修正」という耐性増強が示されている。

最近では世界的なハイテク特需の剥落や米中ハイ

目経平均株価についても、過去に鉱工業生産で生

最近の日経平均「月間高値の前年比プラス転換」から株高ピークまでの推移は、2017 年 1 月以降が 11 カ月間で前年同月比+4899 円幅、2014 年 6 月以降が 12 カ月間で+5911 円、2012 年 11 月以降が 13 カ月間で+6236 円（7 カ月後に+6470 円）、2005 年 8 月以降が 10 カ月間で+6073 円、2003 年 8 月以降が 9 カ月間で+3946 円——といった実績を有している。今年の月間高値は 2 万 1000 円から 2 万 3000 円前後で推移しており、来年に前年比+4000 円としても、2 万 5000 円から 2 万 8000 円方向を目指す可能性は非現実でない。





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。