

鉱工業生産、在庫減余地が株高余力支援

株高「先走り」も在庫減・生産増の織り込み余地

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/12/30

11月の鉱工業生産指数（2015年＝100）は前月比－0.9%の97.7となり、2013年4月以来の低水準、2カ月連続低下という低調さが続いた。世界減速、貿易摩擦、消費増税や台風被害などの後遺症が根強く覆いかぶさっている。その中で日本株の上昇は「復調織り込みの先走り」が懸念されるものの、過去最高値推移の欧米株に比べると、まだ過剰悲観の修正範囲内という可能性もある。過去は在庫減少のボトムが株高天井となっており、現状の在庫高止まりは在庫調整と株高の余力残存が示唆されている。

生産減と株高の乖離警戒、株高が設備投資刺激も

「鉱工業在庫は今年前半まで上昇が続き、高い水準となっていたが、7月以降は徐々に低下が見られている。10月は4カ月ぶりに上昇したが、11月は再び低下した。今後も在庫調整が進んでいくことが期待される」――。経済産業省では最新11月の鉱工業生産に関して、このような解説を行っている。

生産自体は低調さが続いており、「11月の基調判断としては『生産は弱含み』を据え置きつつ、今後、実際に生産が回復していくのか、先行きを注視したい」（同）と慎重姿勢を崩していない。鉱工業生産の低調さが続く中で、日経平均株価は10月上旬から先行反発となっている。過去に例の少ない乖離となっており、日本株は復調織り込みの過剰な先走りや、実際の生産・企業業績の回復見合いでの株価の割高さが先行き警戒される。

もっとも今年5月の生産指数104.9から11月の97.7に至る急悪化は、中国を始めとした世界減速や貿易摩擦、日韓悪化、消費増税、台風被害などの複合打撃による特殊な下振れ影響も少なくない。その間に欧米などの株価は過去最高値を更新しており、現状の日本株上昇はまだ「過剰悲観の修正範囲内」にとどまっている可能性がある。先行き改めて在庫調整の進捗や、在庫減・生産増への循環回復入りを織り込む株高の残存余力が注視されよう。

しかも経済学の「トービンのq（時価総額÷資本再取得価額）」理論によると、株価（＝企業価値）の上昇は設備投資の誘発効果を有する。株高は企業によるエクイティ・ファイナンスなどの資金調達環境を改善させるほか、企業マインドへの前向きプラス効果が設備投資の支援材料となるためだ。

その意味で現在の日本の株高は期待先行・先走りのリスクはあっても、株高自体が先行きの設備投資と鉱工業生産の引き上げに作用していく可能性も無視できない。実際、日経平均株価の前年比変化幅と、設備投資に先行する鉱工業生産の資本財出荷・前年

比（輸送機械を除く）、内閣府の全産業・設備投資（実質法人企業）前年比は、一定の時間差はありながらも明確な相関性を有してきた。

また、過去の鉱工業生産と日経平均株価の相関関係では、「悪い在庫増の天井ピーク」から株価が底入れ反発と移行してきた。その後の在庫減少とそれに付随した営業利益などの改善局面で、循環的な株高モメンタムが醸成。在庫調整が減少ボトムへと向かい、悪い在庫増の前段階となる良い在庫積み増しへの移行局面で「景気回復の終盤入り」が意識され、株高が天井到達と頭打ちに向かうパターンが繰り返されている。

その点、現在は悪い在庫増が、「7月以降から徐々に低下が見られ、今後も在庫調整が進んでいく」（経産省）初期段階に過ぎない。過去実績に沿えば在庫調整が減少ボトムに向かうまで、株高の天井余地が残されている。

例えば前回の在庫増から減少改善に至る過程では、在庫率の前年比で2016年5月の＋4.9%が在庫増の最悪ピークとなった。当時の日経平均株価は月間高値ベースで同月の1万7251円から上昇モメンタムが点火され、前年同月比では2017年11月の＋4899円までプラス幅を拡大させている。ちょうど株高が前年比ピークとなる3カ月前の8月に、在庫率の前年比は－3.0%で減少ボトムとなっていた。

在庫減ボトムと株高天井に相関性、現状は在庫増

当時の株価水準自体は、「良い在庫増」移行後も上昇が続き、調整下落を経ながらも2018年10月まで2年超の株高が延命されている。

その前の「在庫減少ボトムと株高天井ピーク」の連動相関としては、在庫率の前年比と日経平均株価の前年比変化幅（月間高値比較）の関係で、2013年11月の在庫率－12.9%と、同年5月の株価＋6470円（6カ月先行）、2010年2月の－33.8%と同年4月の＋2339円（2カ月遅行）、2006年8月の－2.2%と同年5月の＋6073円（3カ月先行）、2004年1月の－9.3%と同年4月の＋3946円（3カ月遅行）、1999年10月の－10.7%と翌2000年2月の＋5045円（4カ月遅行）――といった近い日柄実績を有している。いずれも日経平均の前年同月比では、最低でも＋4000円から＋6000円は上昇するパターンが繰り返されてきた。

その点、現在の在庫率は最新11月時点で、まだ前年比＋10.4%という大幅な積み上がりとなっている。過去実績に沿えば、在庫率が前年比マイナスからボトムに向かうまで、株高の余地・寿命と天井形成ま

での伸びシロが残されている。日経平均株価の月間高値「前年比+4000円から+6000円」の上昇実績でいえば、今年の月間高値は2万1000円から2万4000円前後で推移してきた。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。

また、11月の鉱工業生産で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）」が－7.7%となった。2017年10月以降のマイナス化が持続する一方、前月の－8.7%からは微妙に改善するという、最悪期通過可否かの重要分岐点に直面している。

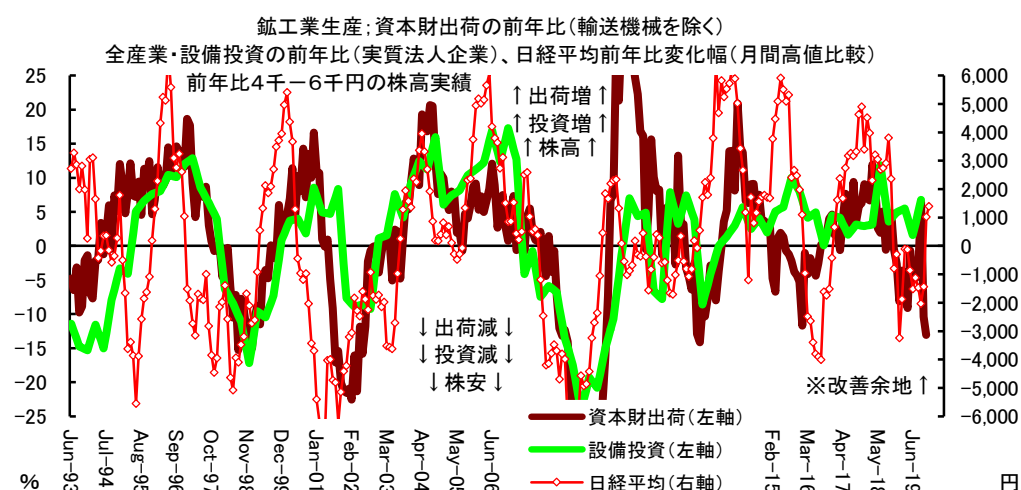
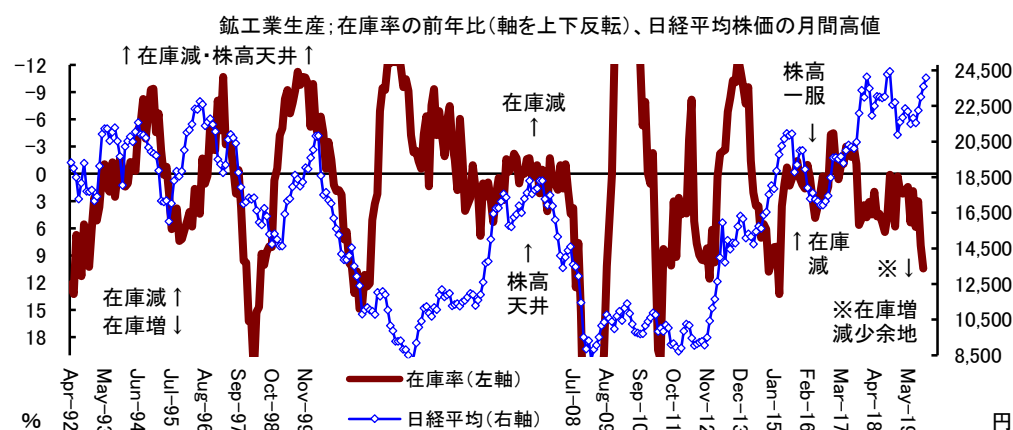
その反面、生産などの景気動向に先行する株価については、日経平均株価が10月上旬から上昇となっている。鉱工業生産の低調さに対する先行株高は、復調織り込みの過剰な先走りや、今後の生産・企業業績の回復見合いでの株価の割高さを懸念させていくものだ。

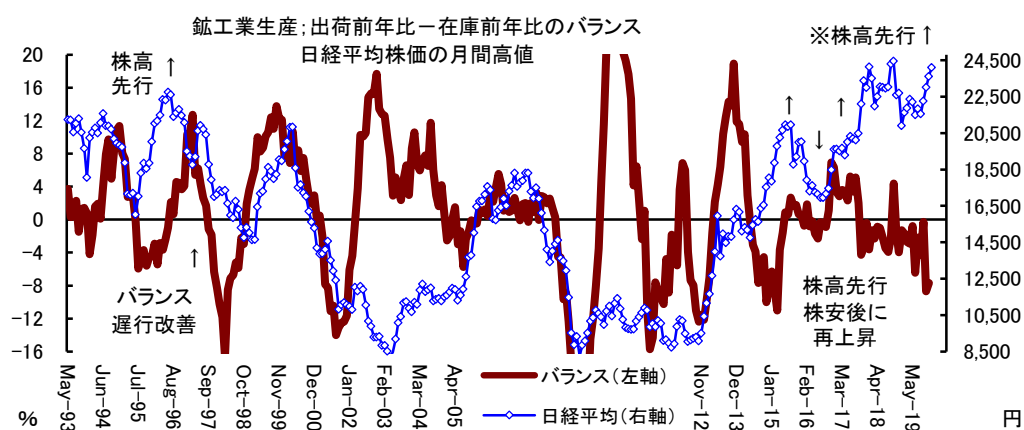
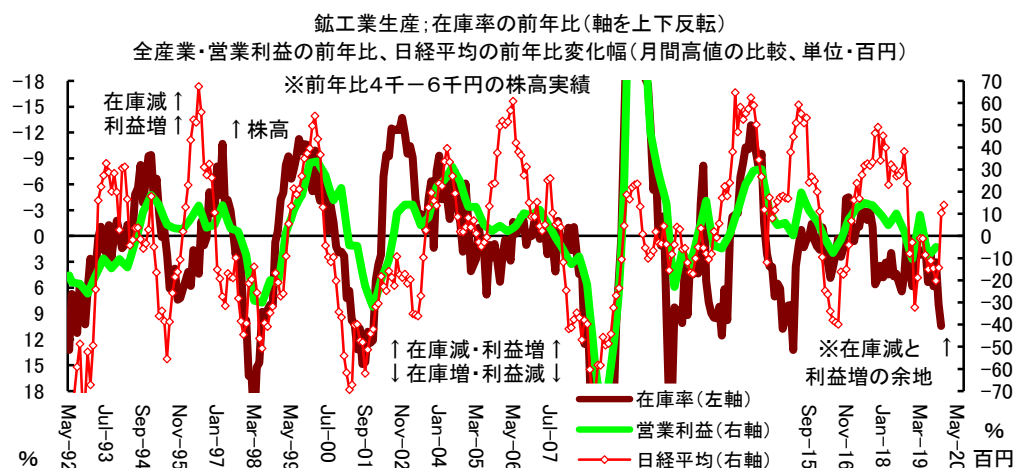
こうした乖離ケースは前例が少ないが、過去には出荷・在庫バランスが2014年11月に－10%と大きく悪化する中で、日経平均が月間高値ベースで同月

の1万7520円から2015年8月の2万0946円方向へと上昇した例がある。当時は2014年10月末の日銀による緩和強化などが影響したが、同バランスは株高に遅行する形で2015年8月には+2.7%へと改善した。

あくまで当時は先行株高が正しいシグナルを発している。今回についても、少なくとも来夏にかけては鉱工業生産が循環回復に向かい、それが株価のレンジ上方修正を支援する好循環入りの可能性をはらむ。その前の乖離ケースとしては、1995年7月に出荷・在庫バランスが－5.6%へと悪化する場面で、日経平均は逆行上昇となった。当時は同年4月の1ドル＝80円割れ以降の円高是正策が影響したが、当時も先行株高は正しいシグナルとなり、その後に鉱工業生産は遅行改善となっている。

ただし、2015年の場合、8月以降はチャイナ・ショックなどもあって、株価反落と生産悪化へと移行した。その後は2016年6月前後までの調整減速局面を経たあと、改めて2018年10月にかけて株高と生産改善のモメンタムに回帰するという振幅が見られている。





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。