

生産調整「先行」進捗、下振れ制御

鉱工業生産、SARS 局面比で在庫増余地など限定

2020/2/3

12月の鉱工業生産指数は前月比+1.3%の98.9となり、3カ月ぶりの上昇、2013年4月以来の低水準から持ち直しとなった。しかし、反発力は鈍いほか、今後は新型コロナウイルスなどの打撃が懸念される。一方で生産は約2年に及ぶ調整減速が先行進捗してきた段階にあり、現状からの下振れ余地は制御される。2002-03年の重症急性呼吸器症候群（SARS）拡散時との比較では、すでに生産減が在庫増ピークへと波及しつつあり、在庫増余地に制約があるほか、余剰設備・雇用が限られている分だけ、反動削減のデフレ圧力も制御される。

経産省「生産の大幅減で在庫調整局面入り」

「鉱工業在庫は2019年前半まで上昇が続き、6月に今基準内（2015年=100）の最高水準を更新したあと、徐々に低下してきたが、12月は再び今基準内の最高水準を更新している。もっとも、（生産前年比と在庫前年比の相関を示す）在庫循環図をみると、2019年10-12期は在庫が増加したものの、生産の大幅な減少により、在庫調整局面へと入ってきた」

。経済産業省では最新12月の鉱工業生産に関して、このような前向き予兆を指摘している。

もっとも鉱工業生産指数は12月に前月比+1.3%となったとはいえ、10月の-4.5%、11月の-1.0%という大幅な下振れに対して、「戻りは鈍く、台風被害からの復旧があっても生産水準は依然低い」（同）という脆弱さに変わりはない。先行きの生産予測調査は「1月初旬の調査結果の集計であるため、新型コロナウイルスの影響は含まれていない」（同）とあって、2番底や底割れのリスクも残存している。

一方で現状からの下振れ余地を制御するのが、生産の先行調整進捗だ。足元では生産減少が過去ボトム圏に接近しつつある分だけ、現状からの下押し余地は限られる。循環サイクル面でも経産省の指摘のように、生産減少が在庫増のピークアウトへと連鎖波及し始めている。

しかも新型コロナウイルス懸念は中国の生産拠点を中心にサプライチェーン（生産供給網）寸断リスクにつながっている反面、当座は「既存在庫のフル活用」や「生産稼働率の低下」が、生みの苦しみ的な過剰在庫と過剰生産の調整を後押しさせていく。

すでに生産指数は2017年12月の105.8を直近最高として調整の減速が続き、昨年12月の98.9までの低下で2年が経過してきた。その24カ月間における生産指数の累計は、2468となっている。昨年3月の2489や5月の2490を直近最高として、すでに低

下トレンドへと移行してきた。過去にこうした累積ベースでの生産指数の低下変化は、「生産累増からの減少転換」となり、タイムラグを経て「在庫積み上りの入り口遮断と減少転換」へと伝播している。結果としての悪い在庫累増の歯止めは、過去実績として日経平均株価の循環上昇固めへと連動波及してきた。

実際、前回の景気減速局面における生産指数の24カ月間累計は、2015年8月に上昇基調から低下へと転換した。その後は時間差を経て在庫減少が加速され、日経平均株価は約10カ月後の2016年6月から底入れ反発へと移行している。その前では2012年5月から低下基調に転じたが、日経平均株価はアベノミクス相場の始動とも重なる形で、約6カ月後の同年11月から反転上昇モメンタムが点火されている。

今回も昨年3-5月の低下転換から、8-10カ月が経過してきた。その意味で足元の「生産調整進捗と在庫増ピークアウト波及」という循環局面入りは、新型コロナウイルスなどによる短期的な下振れノイズはあっても、長期の循環サイクルとして、生産回復・在庫減・株高の基盤固めが支援されやすい。

SARS 比、過剰設備・雇用解消で金融・為替安定化

現在の新型コロナウイルスについては、2002年11月から2003年7月にかけての「重症急性呼吸器症候群（SARS）」の感染拡散が先行例として注目されている。現在の中国は当時と比べてGDPや内需が急増しているほか、世界や日本経済への影響度、日米を含めた各国企業の生産拠点としての重要性が大きく拡大している。感染力や病気被害度も「SARS以上の猛威」というリスクがあり、先行き予断は許さない。

一方でSARS時の2002-03年の場合、日本の鉱工業生産はITバブル崩壊後の回復もあって「生産増加と在庫の調整減少」という改善局面にあった。それが同時期のイラク戦争や日本の銀行不安（竹中金融改革、りそなショックなど）、円高といった複合打撃もあり、反動的な「生産反落と在庫増加」につながっている。

ひるがえって現在は新型コロナウイルス襲来の前段階で、循環面で「生産減少と在庫急増の終盤」という悪化局面にある。短期的には打撃ショックがあっても、現状からの「生産の下振れ余地」と「在庫の再増加余地」は狭まっている。

例えばSARS発症確認時である2002年11月の場合、生産指数は前年比+6.9%という大幅改善、在庫指数は-9.5%という大幅縮減にあった。それに対して最新の昨年12月は生産が-5.5%という低迷、在庫は

+2.0%という積み上がりになっている。2002 年比では、反動的な生産減と在庫増のショック度合いが限られそうだ。

しかも 2002-03 年時に比べると、日本企業の過剰設備や過剰雇用は大きく解消されている。日銀短観の大企業・製造業ベースによると、2002 年 12 月に生産設備判断 DI（過剰-不足）は+23、雇用人員判断 DI（過剰-不足）は+26 という大幅な過剰超過になっていた。それが SARS ショックなどによる過剰設備や雇用の削減、デフレ・円高に拍車を掛けている。

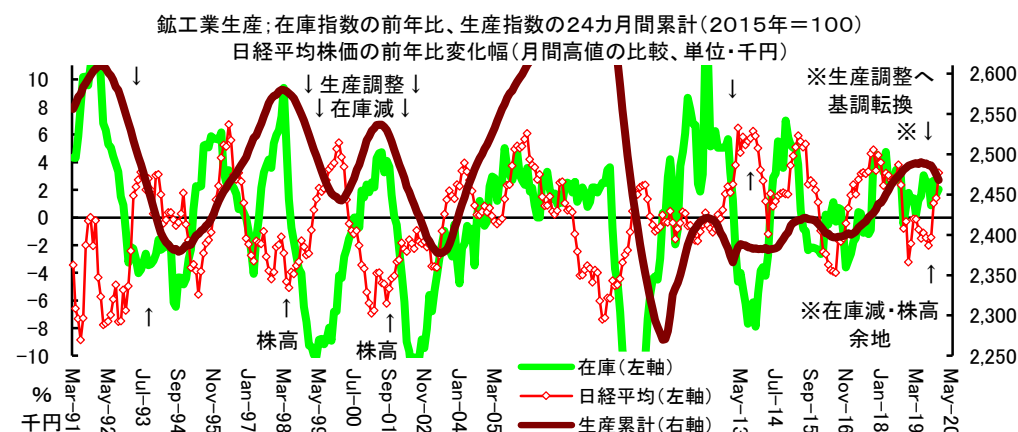
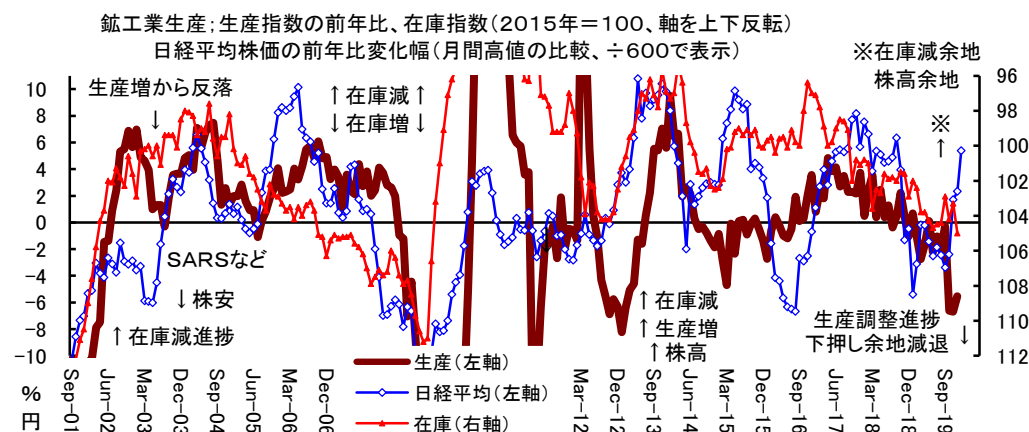
一方で最新の昨年 12 月短観では、設備が+2、雇用は-11 とタイト化（引き締め）が進んでいる。現状からの設備や雇用の削減によるデフレ・円高の圧力を制御させるものだ。同時に 2002-03 年時に比べると、国内では不良債権処理の終了と金融安定化、為替安定化、省力化や省人化などの設備投資需要といった環境の好転がある。

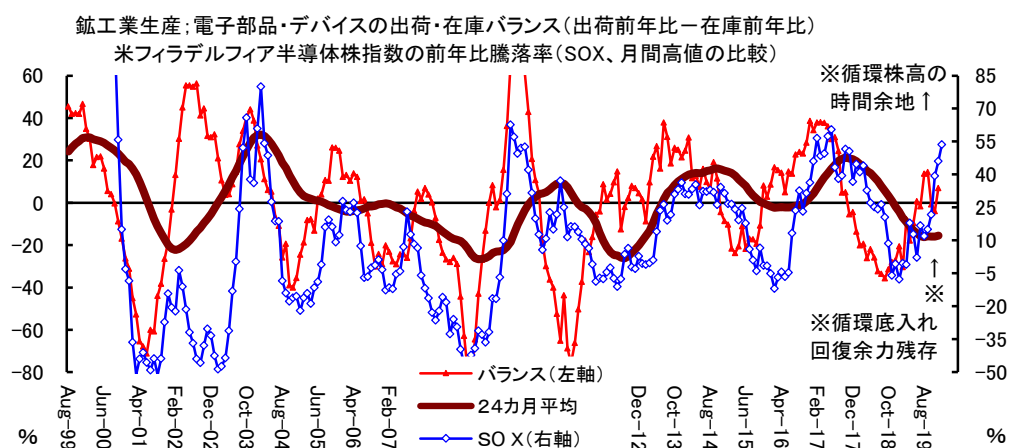
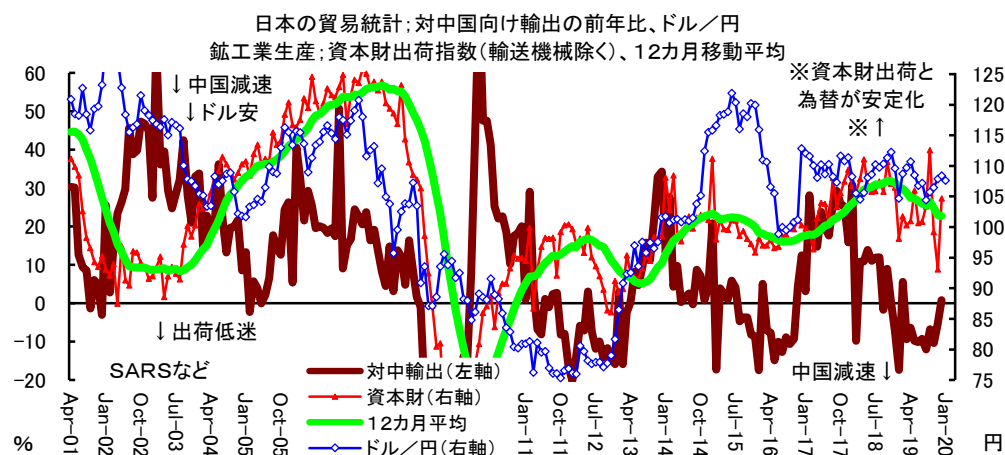
すでに昨年から中国要因では、米中貿易摩擦や中国経済の減速、日本からの対中国輸出急減などの大

打撃に見舞われた。しかし、ドル/円はレンジ安定化が堅持され、鉱工業生産でも設備投資の先行指標となる資本財出荷（輸送機械を除く）は打たれ強さが維持されていた。最新 12 月に資本財出荷は前月比+12.5%となり、1989 年以降の約 30 年で最高の伸び率を記録している。

また、12 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）」で、ハイテクの電子部品・デバイス工業が+7.0%となった。前月の-3.9%から 3 カ月ぶりのプラス化を回復している。

過去の同バランスの循環底入れからの回復周期は、2011 年以降が約 26 カ月、2015 年以降が 24 カ月となっていた。今回は昨年 12 月時点で、最悪ボトムとなった 2018 年 8 月の-35.7%から 15 カ月目、2 番底となった昨年 2 月の-30.4%から 10 カ月目となっている。先行き 5G や自動運転、AI 関連などの需要残存もあり、最短でも年後半にかけての循環回復と関連株の上昇の寿命余地が注目されそうだ。





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。