

生産「過去危機比」では先行調整進捗

今年の貿易摩擦や世界減速余波、生産減・在庫増抑制

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

2020/4/3

2月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%上昇と3カ月連続のプラスとなったが、新型コロナ打撃は織り込みが不十分であり、先行き悪化の深度と期間に警戒感がくすぶっている。それでも生産は昨年からの貿易摩擦や世界減速などで先行減速してきた経緯があり、過去危機との比較では未然に生産調整が進展してきた。現状からの生産減と在庫増のショック度合いを制御していく。相関性の高い米ISM製造業景況指数については1970年代以降、急激な落下ケースで4-8カ月後に底入れするパターンが見られている。

リーマン危機やITバブル崩壊前の生産は上昇

「米国では新型コロナ感染拡大防止に向けたソーシャル・ディスタンス（社会的距離）措置が、効果を発揮していることを示す『かすかな光』が見え始めている」――。

米国立アレルギー・感染症研究所のファウチ所長は3月31日、慎重姿勢を保ちつつもこのような見解を示した。

ファウチ氏といえば、米ウォールストリート・ジャーナル紙が4月1日に「トランプ氏に物申すファウチ氏、コロナご意見番」と報じ、「トランプ氏はファウチ氏を率直で頭が切れる人物として、尊敬するに至った」と紹介している。同紙では「大統領に異議を唱える者は長くとどまることができないトランプ政権内で、ファウチ氏はこれまで大統領に対する影響力を維持している」とまで評価がなされた。その意味でコロナ対策の最重要キーマンとも言えるファウチ氏の「かすかな光」発言は、「かすかな希望」となるものだ。

一方でコロナ打撃が日本の景気や企業業績に与えるショックについては、先行き底なし沼の恐怖感が強い。最新2月の鉱工業生産は前月比+0.4%の上昇となったが、「コロナ影響は十分織り込まれておらず、当面は厳しい状況が見込まれる」（経済産業省）。

それでも日本の鉱工業生産にとっての「かすかな希望」となるのは、未然の生産調整進捗だ。日本の製造業はコロナ打撃以前の昨年からの貿易摩擦や世界減速などに見舞われ、生産指数（2015年=100）は昨年11月に97.6と2013年2月以来の低水準に悪化している。過剰生産が抑制されている分だけ、今後の反動的な生産急減と在庫急増のショック度合いが軽減される。

2008年9月以降のリーマン・ショック直前はBRICsブームなどの慢心もあり、生産指数は2008年5月時点で118.2と同基準ベースで過去最高水準に上昇過熱となっていた。2000年のITバブル崩壊時も、生

産指数は同年8月に109.4へと上昇。さらに1997-98年のアジア通貨危機時でいえば、同指数は1997年9月に110.9に上昇過熱となっている。いずれも生産指数の大幅な上昇過熱が、その後の危機ショックによる倍返しの生産急減と在庫急増をもたらしている。

その点、今回は最新2月の生産指数が100.2であり、1990年代以降の平時下限で低迷している。先行き短期的な下振れオーバーシュートはあっても、「山浅ければ谷浅し」の形で悪化の深度と期間が抑制される可能性は無視できない。

当座の危機の織り込みに関しても、3月上旬時点で実施された生産予測調査では、「3月見込み」の生産予測指数が95.5となった。2月調査時の同月見込みである104.1から急低下となっている。2008年9月のリーマン・ショック後の予測調査との比較では、同年12月調査時の89.1に近い水準へと織り込みが進んできた。リーマン・ショック後に日本の生産指数はその2カ月後の2009年2月で底入れとなっており、あくまで予測指数の水準比較では「崩落への覚悟と備えの一定の進捗」が示唆されている。

米ISMの過去急落下、4-8カ月で底入れ実績

ちなみに日本の鉱工業生産と相関性の高い米国のISM製造業景況指数は、1970年代以降、危機混乱などによる急落後に4-8カ月で底入れとなるパターンが繰り返されてきた。景気判断の節目となる50割れの急落下ケースでいえば、「急落前月=ゼロ」とした経過月数で、リーマン・ショック前後の2008年8月以降が4カ月目、ITバブル崩壊前後の2000年12月以降が6カ月目で底入れとなっている。

その他、1990年6月以降が8カ月目、1981年6月以降が5カ月目、1974年8月以降が7カ月目――という急落後の底入れ実績が見られてきた。今回のISMは3月分から50割れの急落下となるが、トランプ大統領による11月の米大統領選から逆算した足元の景気対策始動を踏まえると、4-5カ月後となる6-7月にかけての底入れが注目されやすい。連動する形で日本の鉱工業生産も追随底入れが焦点となる。ひいては景気動向に先行する日米株価についても、6-7月の前段階での「2番底」形成が注目されそうだ。

日本の生産の先行調整については、鉱工業生産の業種別でも示されている。生産指数（2015年=100）が最新2月に低いセクターとして、情報通信の82.9、印刷の85.8、繊維の89.6、パルプ・紙の96.0、電気機械の96.5、金属製品の96.9、汎用・業務用機械の98.6などがある。生産用機械は106.3と高水準な

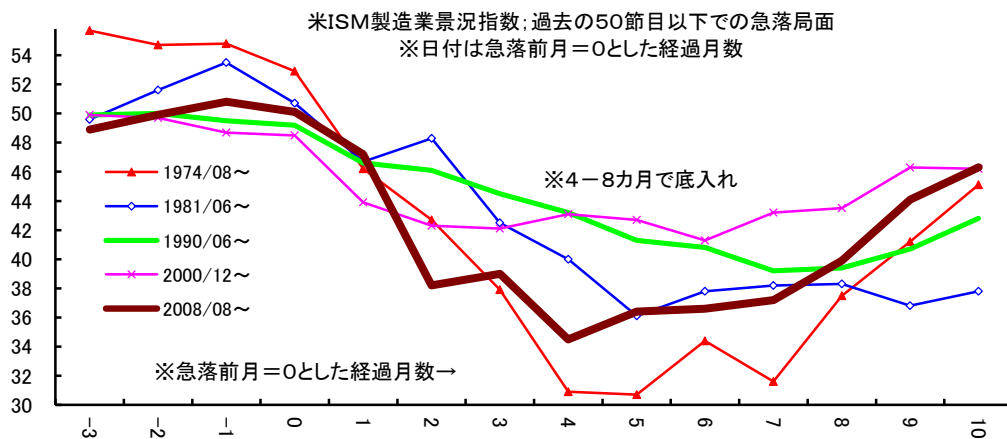
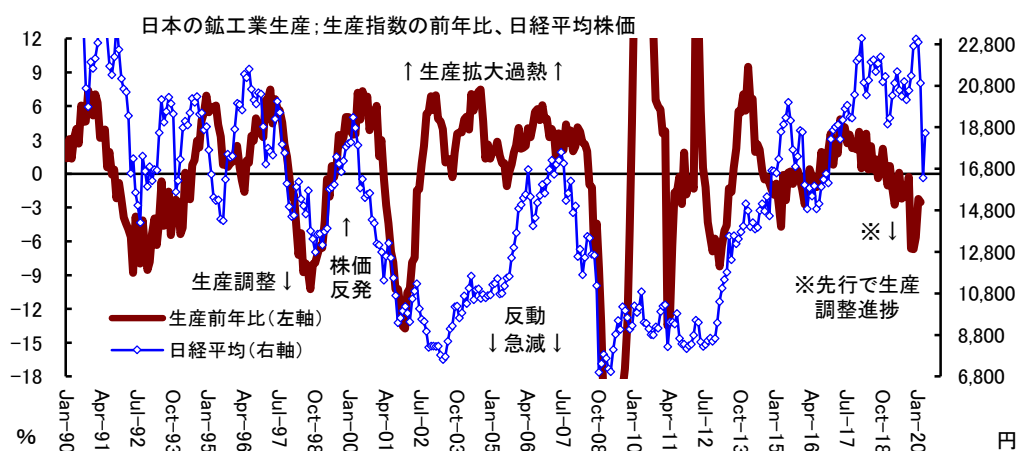
がら、2017 年 12 月の 122.5 をピークとして生産調整自体は進捗してきた。

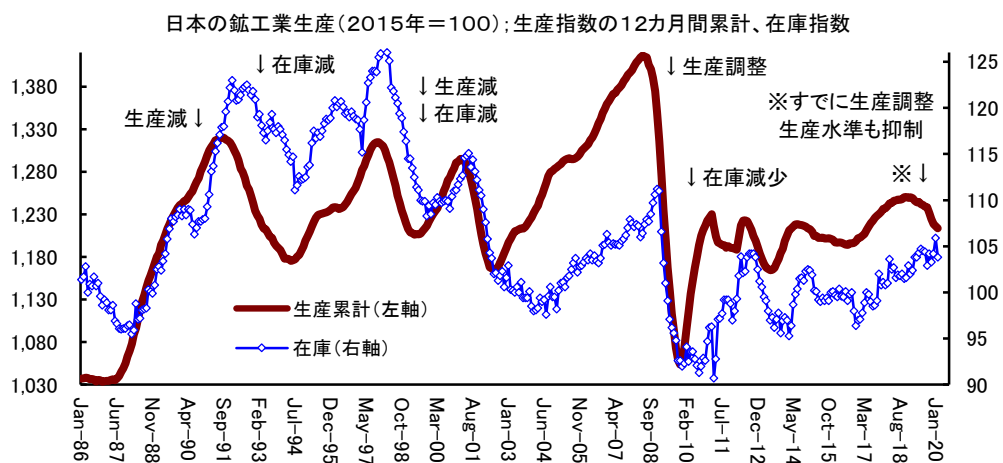
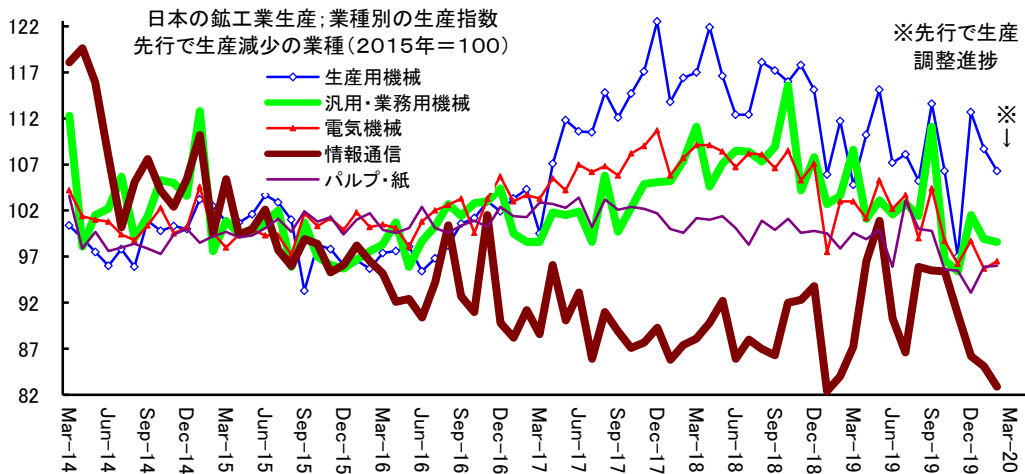
株価との関係でいえば、TOIX 総合は 4 月 1 日時点で年初来リターンが-21.5%と大きく低迷している。その中で業種別指数では、相対的にマイナス幅が抑制されている「高耐性セクター」として、パルプ・紙の-9.9%、情報・通信の-12.9%、精密機器の-15.3%などが見られている。鉱工業生産での先行生産調整セクターと直接的・間接的に関係している業種も少なくない。

鉱工業生産の品目別では、最新 2 月時点で生産指数の水準が低い「先行き生産低下の余地限定」製品として、ランキング上位に薄型テレビ、太陽電池モジュール、交換機、アクティブ型液晶パネル（中・小型）、水管ボイラ、デジタルカメラ、マシニングセンタ、端末装置、陸上移動通信装置、蛍光灯、

アクティブ型液晶パネル（大型）、モス型半導体集積回路（ロジック）、フラットパネル・ディスプレイ製造装置、一般用タービン発電機——などが並んでいる。

なお、生産指数の総平均は 2017 年 12 月の 105.8 を直近最高として調整の減速が続き、今年 2 月の 100.2 までの低下基調で 2 年超が経過してきた。直近 12 カ月間における生産指数の累計は、1214 となっている。昨年 1 月の 1250 を直近最高として、すでに 1 年超の低下トレンドが先行経過してきた。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」が示され、タイムラグを経て「在庫積み上がりの入り口遮断と減少転換」へと運行伝播している。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底入れと上昇転換に波及してきた実績を有している。





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。