

在庫抑制、収益2番底や不良債権増を制御

鉱工業生産、供給制約や減産加速で調整は進捗

2020/7/1

5月の鉱工業生産指数(2015年=100)は前月比-8.4%の79.1と4カ月連続で低下し、比較可能な2013年以降の最低を2カ月連続で更新した。足元では米中などで感染2波が警戒されているほか、内外での消費・生産などの制約持続とあいまって、底入れ遅延や回復の鈍さが懸念される。ただし、懸案の在庫積み上がりは2カ月連続で低下に転じ、前年比では14カ月ぶりのマイナスとなってきた。供給制約や減産加速などで生産と在庫の調整自体は進展しており、企業収益の2番底リスクや各種の不良債権増加を制御していく。

過去は在庫増が企業損失・与信悪化・信用収縮に

「5月の鉱工業在庫は前月比-2.5%となり、(4月の-0.3%に続いて)2カ月連続の低下となった。低下寄与が大きかった業種としては、自動車、鉄鋼・非鉄金属、生産用機械などが挙げられる。とくに自動車は3月、4月と高い在庫水準が続いてきたが、生産調整が行われたことで、在庫水準は再び低下してきた」――。

経済産業省では最新5月の鉱工業生産に関して、このような解説を行っている。在庫は先行きについても、「5月に生産が大きく低下したわりには、在庫はそれほど減っておらず、今後も在庫調整が進むことが期待される」(同)という。

過去実績として在庫急増からの減少転換局面は、先行きの生産調整一巡と生産回復の先行指標となってきた。連動する形で、企業収益や株価の「最悪ボトム」の判断シグナルとなりやすい。その点、今回の在庫指数(2015年=100)は3月の106.4を最悪上昇ピークとして、5月は103.4へと低下してきた。中長期スパンでの企業収益と日経平均株価の底入れ支援材料として注視されそうだ。

しかも2015年=100基準では生産指数が1984年以降の最低レベルに崩落しているのに対し、在庫指数は過去比で悪い積み上がりが抑制されている。直近最高である3月の106.4は、2008年9月のリーマン・ショック後でいえば、5カ月が経過した2009年2月の106.6と同水準にとどまっている。当時の最高である2008年12月の111.2からは大きく下回ったままだ。

その前の日本のバブル崩壊後から失われた1990年代、2000年前後のITバブル崩壊などにかけては、同基準の在庫指数が115から126方向へと急上昇する場面があった。具体的には、2001年6月の115.1、1998年2月の126.3、1996年2月の120.8といった高レベルだ。

いずれも在庫急増が、企業の収益悪化と損失拡大、生産調整の深押し、デフレ激化と円高圧力へと作用(デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因)。バブル崩壊後の金融機関と貸出先企業のバランスシート損傷に拍車を掛け、各種の不良債権増加と与信悪化、貸し渋りや貸し剥がし、貸出急減などによる信用収縮、デフレ・円高、銀行不安、日銀の緩和効果喪失――といった負の連鎖を泥沼化させた経緯がある。

その点、現在は世界大恐慌や第二次世界大戦以来という景気悪化ショックに見舞われながら、在庫指数は103から106で抑制されている。背景としては、国内外での成長期待の後退による生産や在庫の控えめ姿勢が影響している。一方では、日本企業によるIT、IoT、AIなどの導入による在庫管理の精緻化や在庫サイクルの平準化のほか、低付加価値・大量生産製品からの撤退や、世界景気の変動に左右されない高付加価値分野への絞り込み、低利益の最終消費財から、利益率の高い部材・部品・素材などへの特化――といった構造改革の影響も無視できない。

過去実績として鉱工業生産の在庫指数は、企業の損益動向や金融機関の貸出、与信動向などと密接な相関性を有している。その意味で現状段階での在庫抑制は、企業収益の2番底回避や、各種不良債権の増加抑止、デフレ・円高・銀行打撃の負の連鎖阻止につながる防波堤として注目されやすい。日銀の大規模緩和も、実際の信用創造効果が発揮される金融正常化の環境となっている。

生産前年比12カ月累計が大幅減、調整進捗示唆

在庫指数と日本株の関係でいえば、過去に世界減速と日本の株安が深刻化した2016年の場合、在庫指数は3月の100.4が上昇ピークとなった。当時の日経平均は3カ月後の6月で底入れとなり、その後は2018年1月まで20カ月近い株高ラリーが形成されている。

当時は内閣府の全産業・営業利益も、同時期である2016年6月に前年比-7.8%で底入れに移行した。翌年6月には+14.5%へと回復するなど、前年比増益への基調転換という「連動の業績裏付け」が観測されている。

アベノミクス相場の始動直前も、在庫指数は2012年8月から10月にかけて連続104.2と42カ月ぶりの高水準へと上昇した。日経平均は同局面が株安ボトムとなる形で、その後は在庫指数の低下に連動した株高トレンドが形成されている。当時の営業利益も、2012年12月の前年比-5.7%をボトムにプラス軌道入りに向かう関連実績が見られていた。

ちょうど日経平均は月足テクニカルで、6月末の30日に2万2288円で終了し、12カ月移動平均線2万1790円、24カ月線2万1783円、36カ月線2万1773円を揃って上抜けている(6月30日時点のレート)。同時に12カ月線や36カ月線の方角角度は、上向き化となってきた。

最近では昨年10月から観測された同時現象だが、今年2月からコロナ打撃で寸断されたあと、5-6月からは軌道回帰となっている。過去には2016年12月以降、2013年1月以降、2005年7月以降などで観測された同時現象であり、いずれも1-2年は株高トレンドが持続した高確率の実績を有している。

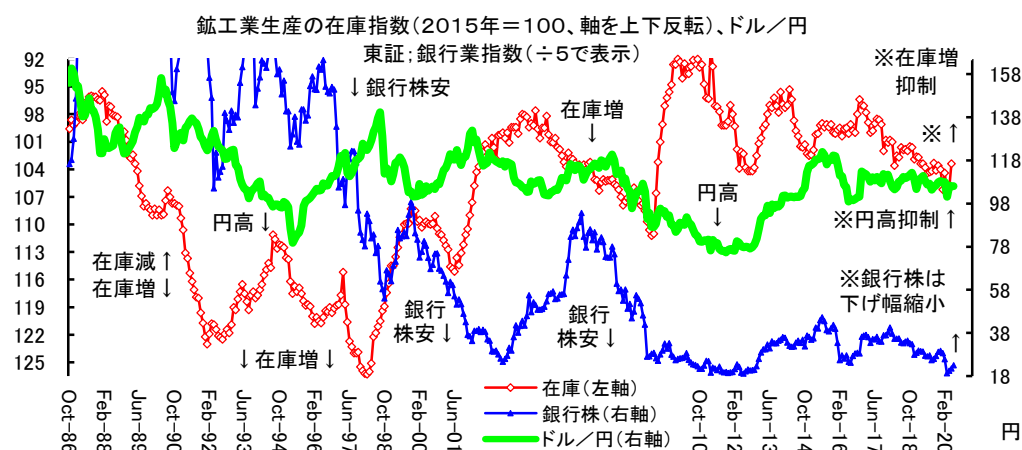
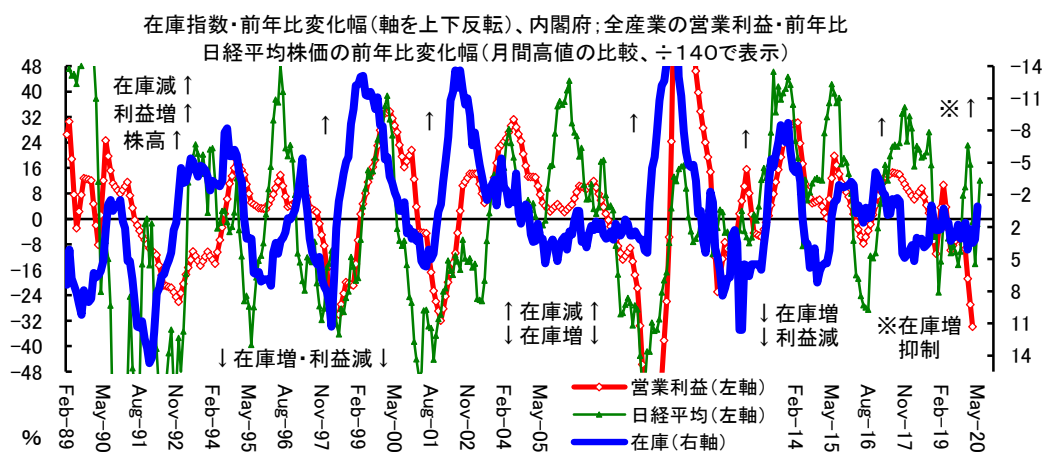
今回の場合、在庫減少の持続的なトレンド入りを後押しさせるのが、コロナ打撃によるサプライ・チェーン(供給網)混乱打撃や感染防止優先などによる供給制約と、内外の需要減に対応した生産調整の急加速だ。鉱工業生産の生産指数は5月に前年比-24.1%となり、2009年6月以来の大幅減産となっ

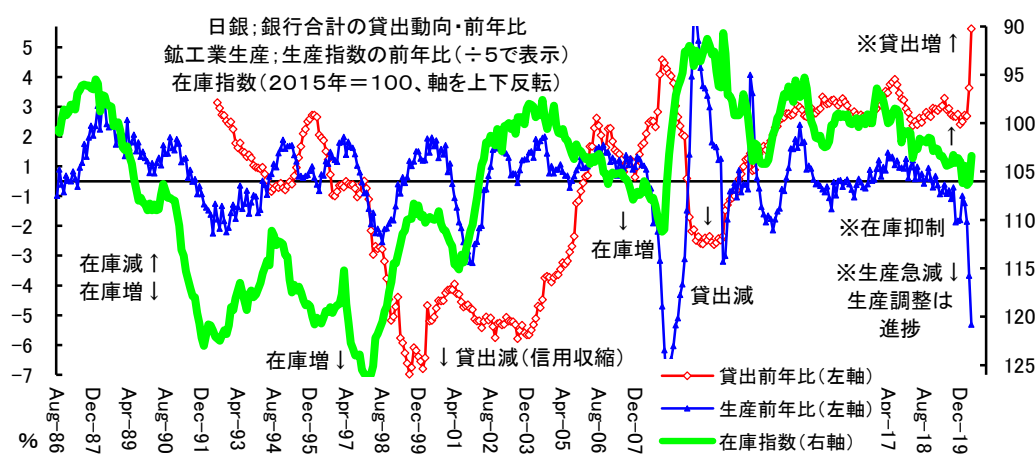
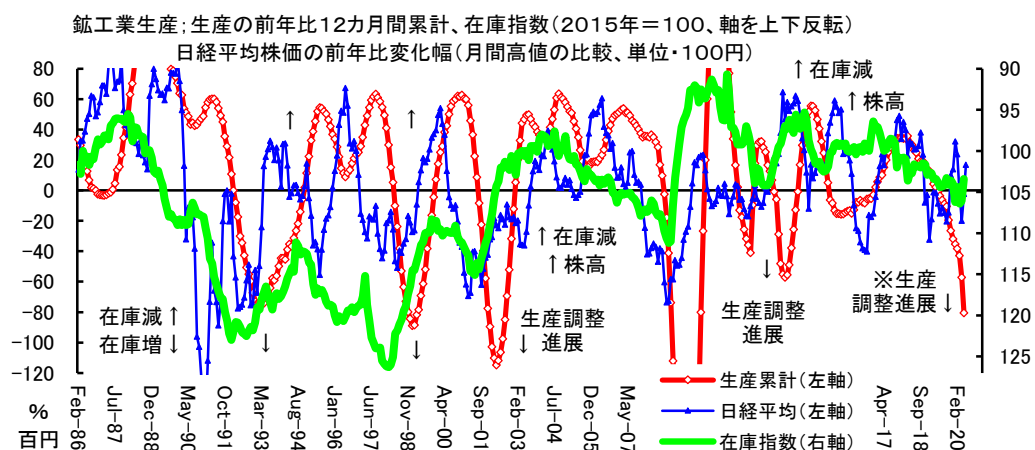
ている。

しかも今回の場合、コロナ打撃の前段階である昨年から、米中貿易摩擦や世界減速などで日本の製造業は生産調整を強いられてきた。良くも悪くもながら、過剰在庫の抑制に寄与している。今後については「発射台の山が低ければ谷浅し」の形で、在庫調整と生産調整の度合いショックを軽減させていく。

すでに1年スパンでの生産調整の度合いを示す生産指数の前年比「12カ月間累計」は、5月に-80.6%とマイナス幅を広げている。最近ではリーマン・ショック直後である2010年2月の-141%以来という大幅減となってきた。

リーマン・ショック後を除くと、過去に同累計は2013年に-57%、2002年に-115%、1999年1月に-89%、1993年に-75%まで減少したところで、生産調整の一段落と底入れ回復が観測されている。今回も5月に-80%を超えてきたことで、生産調整の終盤入りが注目されそうだ。





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。