

鉱工業生産、事前計画比の大幅下振れ一服

対応進捗と最悪期の通過示唆、出荷在庫バランスも底入れ

2020/8/3

6月の鉱工業生産指数は前月比+2.7%となり、1月以来5カ月ぶりのプラス回復となった。あくまでも国内外での経済活動再開や供給制約緩和といった反動要因が大きく、今後は感染2波やウィズ・コロナ「成長抑制の新常態化」などによる回復伸び悩みや2番底が警戒される。一方で生産予測調査では事前計画比での実現率の大幅な下振れが一服となっており、打撃ショックへの対応進捗や最悪期通過が示唆され始めた。生産に先行する出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）も底入れサインが点滅しつつある。

計画比「実現率」、昨年9月以来のプラス復旧

「6月の鉱工業在庫指数は前月比－2.4%と、3か月連続の低下となった。6月は出荷が大きく上昇するとともに、在庫調整が行われたことが在庫の低下要因として考えられる。（生産前年比と在庫前年比を比較した）在庫循環図をみても、在庫は減少してきており、このところの生産調整によって、在庫調整が進んできている様子が感じられる」――。

経済産業省では最新6月の鉱工業生産のうち、昨年から重石となってきた「在庫積み上がり」に関してこのような解説を行っている。

在庫指数は前年比でも－3.4%と、前月の－0.5%に続いて在庫調整が進んできた。2017年9月以来となる2か月連続のマイナス化となっている。ただし、先行きは国内外での感染2波激化や経済制限の再開、円高・ドル安、秋にかけての台風などの自然災害再発、米中対立や米大統領選などの政治不透明感――といった複合リスクが覆っている。国内外でのウィズ・コロナ「新常態経済」に伴う低成長の定着懸念などもあって、在庫調整の持続性と生産回復への循環移行には不安感も根強い。

それでも日米などで感染2波や米中対立などが懸念され始めた7月10日段階までの7月・生産予測調査によると、事前計画と比較した「実際の実現率」は大幅な下振れが一服となってきた。

製造工業全体の実現率（今回予測調査による前月実績の指数/前回予測調査による当月見込みの指数）は+0.1%となり（6月は－5.6%）、5月調査時の－12.9%をボトムに下方修正に歯止めが掛かっている。コロナ打撃による年初からの連続下方修正を経て、昨年9月以来のプラス復旧となってきた。当座の複合打撃に対する対応と織り込みの進捗や、最悪期の通過が示唆されている。

もちろん、足元の日本企業による4－6月期決算発表では、今後の収益見通しを含めて現在もなお下方

修正が相次いでいる。その一方で実現率での下方修正は5月が最悪ボトムとなっており、企業収益も7－9月期以降は先行き見通しを含めて、下方修正の度合い軽減と最悪期の通過が注目されやすい。日本株市場では調整下落を経ながらも、銘柄厳選の形で「当座の悪材料出尽くし」銘柄が物色対象になっていく。

2008年9月のリーマン・ショック後にも実現率は大幅な下振れとなったが、2009年1月の－9.9%をボトムに底入れとなっている。当時も先行き収益悪化の織り込み進捗や、下方修正の底入れ期待などが一因となる形で、2カ月後の同年3月で日経平均株価は底入れ反転に移行した。その後は翌2010年4月にかけて、1年超の株高トレンドが形成されている。

また、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）」では、6月に鉱工業全体で－15.3%となった。4月の－20.0%や5月の－24.8%からマイナス幅を縮小させており、一旦の底入れが示唆されている。リーマン・ショック後も同バランスは急激に悪化した。実現率と同様、2009年1月の－33.3%で底入れに移行した。直後の3月からの株価反転に、先行で底入れした実績を有している。

電子部品・デバイス、循環サイクルでは回復余地

すでに日米などで先行して株高が進行しているIT・ハイテク関連でいえば、「電子部品・デバイス工業」の出荷・在庫バランスは6月に+2.3%となった。5月の－5.4%からプラス回復してきたほか、12カ月移動平均では3カ月連続でのプラス化へとトレンド転換となっている。12カ月平均は2018年4月以来の連続プラス化となっており、ハイテク循環面では先行き循環回復の期間余地が残存している。

過去には12カ月平均でのプラス転換後、トレンドを示す12カ月平均の方向角度の上向き基調は、2016年6月以降に15カ月間、2012年10月以降に18カ月間、2010年1月以降に8カ月間――といった継続実績を有している。今回は6月でまだ3カ月目であり、先行き調整を経ながらの循環的な生産回復軌道の延命持続が注目されよう。

過去の循環回復局面では、米国のフィラデルフィア半導体株指数（SOX）のみならず、日本の東証業種別株価指数では、関連業種である情報・通信、電気機器、情報通信などが「前年同月比プラス化」という株高トレンドが同時支援されている。日本の鉱工業生産における電子部品・デバイス工業については、

生産予測調査での実現率も最新7月は+1.3%と、昨年12月以来のプラス回復となってきた。6月の-12.0%をボトムとして、年初からのコロナ打撃による大幅下方修正が一服となっている。

先行き不透明感の残る日本の鉱工業生産だが、設備投資関連については年後半から来年に向けて、「投資手控えや遅延の反動実行余地」が注目されそう。今後はワクチン・治療薬の開発や世界的な感染の軽症化、死者数の減少転換などが、日本の設備投資を反動再開させていく可能性は無視できない。

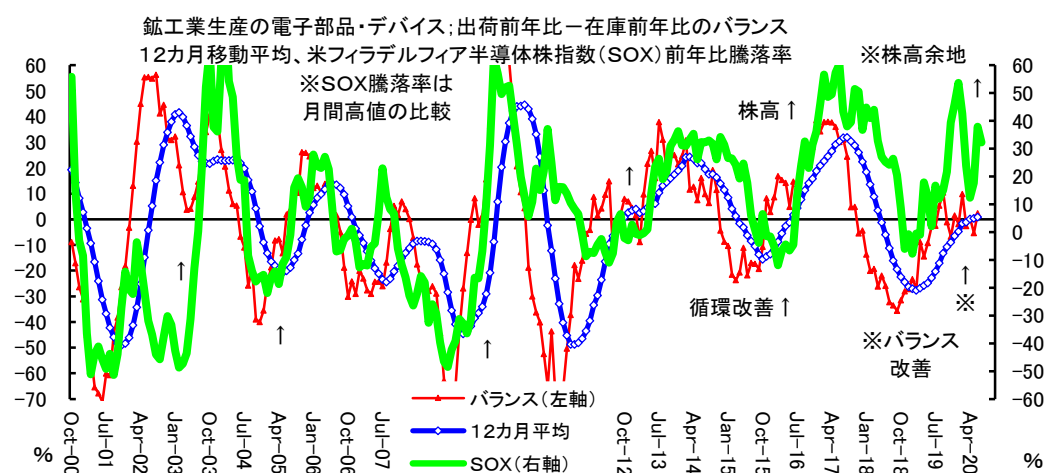
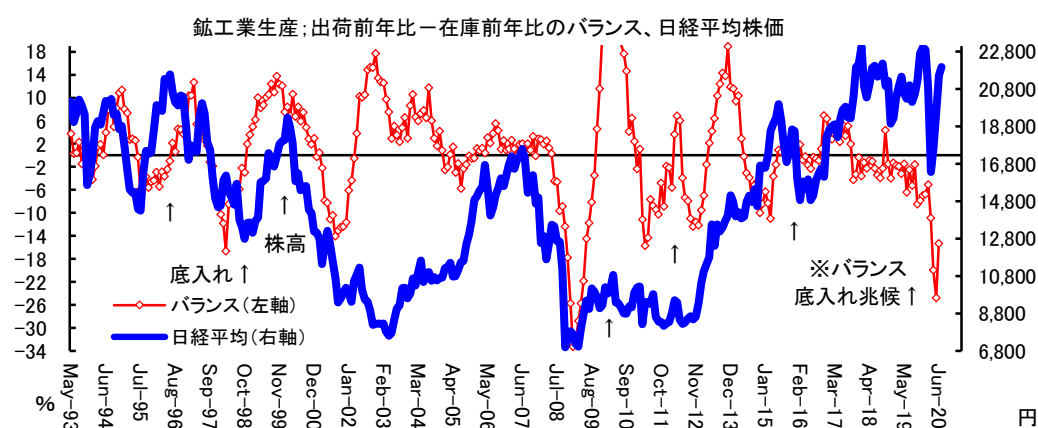
株価は設備投資などを含めた景気動向に対し、半年から1年の先行性を有するものだ。現在のコロナ打撃などによる総悲観局面は、設備投資関連株も先回りの安値拾いのタイミング模索が焦点となる。

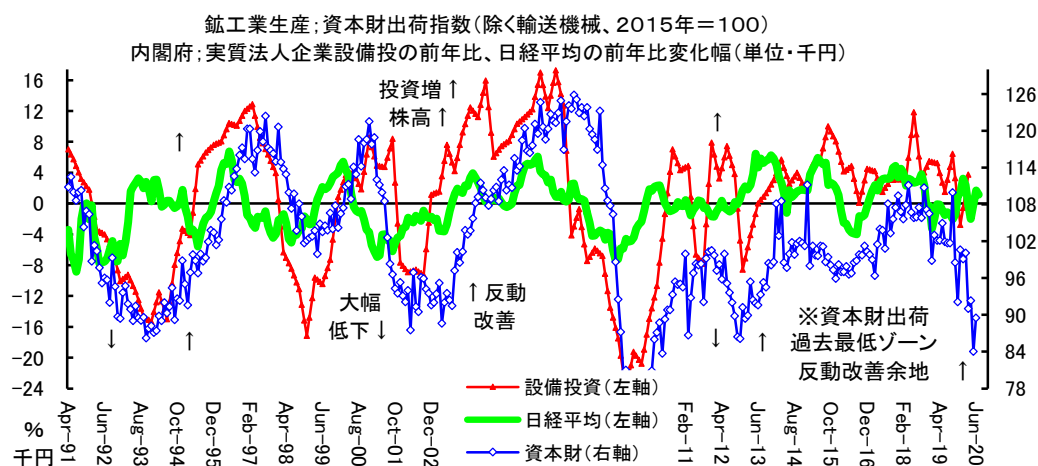
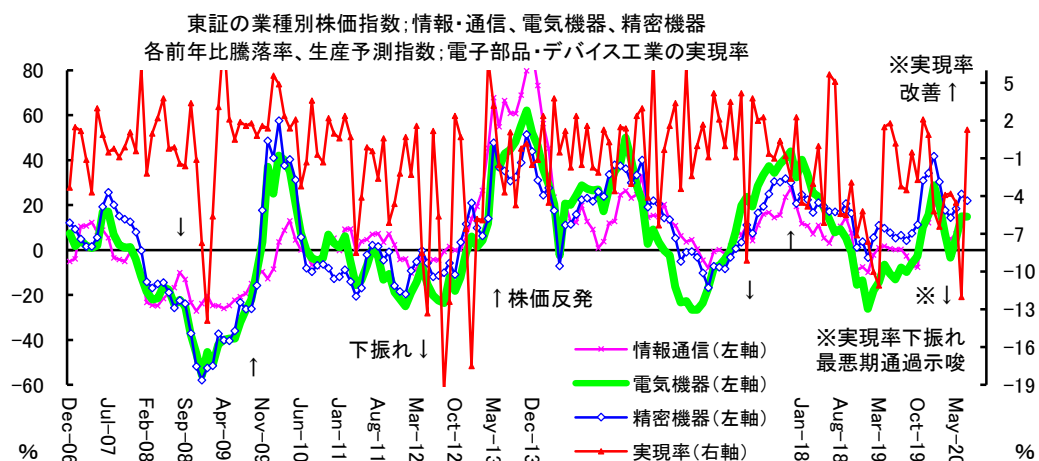
6月の鉱工業生産では設備投資の先行指標となる資本財出荷（輸送機械を除く）が、2015年=100とした指数ベースで89.5となった。5月は84.0と2010年5月の83.7以来の低水準に落ち込んだが、一旦の

底入れが示唆されつつある。

2008年9月のリーマン・ショック後の出荷最低は、約10カ月後となる2009年7月での65.9となっていた。その比較では、日柄面・水準面でまだ下押しの余地が残されている。一方で現在はリーマン・ショックのような金融危機には至っておらず、それ以外の過去の下限ゾーンは2012年11月の86.1（アベノミクス相場の起点）、2003年4月の88.6（日本の銀行不安一段落と株価底入れ時）、2002年4月の87.5、1993年10月の86.2——などとなっている。

その意味で直近最低である5月の84.0は、すでに過去下限ゾーンに到達してきた。景気に先行する日経平均株価自体は3月の急落で最悪ボトムは形成しており、設備投資に先行する資本財出荷に関して、5月の急低下での底入れと、段階的なコロナ危機からの脱却や経済正常化を見据えたリバウンド復調が注目されそう。





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。