

鉱工業生産、在庫循環「改善軌道」予兆

生産調整加速で在庫調整進捗、在庫減で再減速に耐性

2020/10/2

8月の鉱工業生産指数（2010年＝100）は前月比＋1.7%の88.7と3カ月連続で上昇し、2009年2月以来の最低となった5月の78.7で底入れを固めつつある。引き続き内外での感染再増加懸念や米大統領選の不透明感、米中対立激化などの重石は残るが、生産調整の加速で在庫調整が進捗してきた。生産前年比と在庫前年比を総合判断した「在庫循環図」では、在庫減を受けた生産復調という循環改善の軌道入り予兆も見られ始めている。在庫の大幅減少を受けて、再減速ショックへの耐性も増強されている。

在庫増・生産減・在庫減を経て生産の悪化鈍化

「8月の鉱工業在庫指数は前月比－1.4%と、5カ月連続での低下となった。今年4月まで高めの水準が続いていた在庫だが、その後、生産調整が進められる中で在庫調整も進んでいる」――。

経済産業省では最新8月の鉱工業生産に関し、このような解説を行っている。在庫指数は8月に97.9と前月の99.3から低下し、2009年2月以来の高水準となった3月の106.4で積み上がりの最悪ピーク通過が示唆されている。水準としては、2017年2月の97.8以来の低水準へと在庫圧縮が進捗してきた。

2017年2月といえば、2015－2016年にかけての世界経済減速から循環回復に移行した初期段階にあたる。その意味で今後は内外での感染再増加などによる再減速のリスクがあっても、在庫調整自体は進捗してきたばかりであり、再度の在庫調整と生産調整に伴う景気下押しショックの度合いは軽減されていく。

しかも景気循環面では生産の前年比と在庫の前年比を総合判断した「在庫循環図」が、循環改善の軌道フェーズ入りを示し始めた。

在庫指数は2019年からの米中貿易摩擦や世界減速と2020年からのコロナ打撃を受けて、大きく上昇してきた。しかし今年3月からは、在庫調整の局面へと移行。その後は生産調整の加速と在庫調整の持続、生産抑制による意図せざる在庫減局面を迎えている。それが8月は在庫が前年比－6.0%（前月は－4.8%）と3カ月連続でマイナス幅を拡大させる一方、生産は－12.4%と7月の－15.9%から下げ幅を縮小させてきた。生産は5月の－25.3%をボトムとして、緩やかながらも底入れ修復に転じている。

すでにTOPIXの東証・業種別株価指数では、「在庫循環の底入れ改善」を先行して織り込む形で、景気敏感の情報・通信、精密機器、電気機器、機械などの株価が先行上昇となってきた。しかし、循環面での「在庫減と緩やかな生産修復」は、まだ初期の萌芽

段階にある。今後は内外の再減速リスクや回復ペースの鈍さなどで上下動しながらも、次なる循環改善のステップアップ・ステージである「前向きな在庫積み上げや在庫不足対応に伴う生産・出荷の増加サイクル」への発展余力が注目されやすい。

景気循環面での改善余力は、まだ景気敏感株の上値余地残存を示すものだ。同時に今後は在庫循環の改善軌道入り明確化と段階的な景気正常化に向けて、まだ出遅れ感と株高余地が残る海運、金属製品、ガラス・土石製品、化学などのセクターで「出遅れ修正余地」が焦点となる。

在庫循環でいえば現在と同じような在庫調整と在庫減少を経て、生産指数の前年比が3カ月移動平均ベースで悪化歯止めと底入れしたケースとして2016年6月がある。ちょうど当時はその前後で日経平均株価の底入れと、ドル/円でのドルの底入れが同時進行で観測された。日経平均は月間高値の比較で、約17カ月後となる2016年11月の前年比＋4899円幅まで、株高モメンタムが点火されている。

在庫の天井到達、日本株やドルの底入れと連動

その前の悪化局面では、2012年10月に生産の前年比が3カ月移動平均ベースで底入れとなった。当時の日経平均はアベノミクス相場の始動とも重なり、そこから7カ月後の2013年5月に前年比＋6470円幅、13カ月後の同年7月に＋6236円幅という上昇幅が観測されている。

リーマン・ショック前では、2005年7月以降に前年比＋6073円幅、1998年3月以降に＋5405円幅、1995年10月以降に＋6735円――という連動での株高実績が見られてきた。過去実績では前年比＋4000円から＋6000円前後の株高パターンが繰り返されている。

今回の場合、すでに生産・前年比の3カ月移動平均は5月の－24.8%で底入れとなってきた（8月は－6.4%に改善）。その中で日経平均の月間高値は、今年9月に前年比＋1367円までプラス幅を拡大させている。

今後の高値メドとなる昨年後半の日経平均・月間高値は、昨年10月が2万3008円、12月が2万4091円などとなっていた。最低で前年比＋4000円として、2万7000円から2万8000円が上値メドとなる可能性は非現実的ではない。今年10－12月は尚早にしても、来年にかけて在庫循環の改善に即した株高の余力は残されている。

8月の鉱工業生産では生産指数の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す「出荷・在庫バランス（出

荷前年比－在庫前年比)」も底入れを固めた。8月は－6.4%と前月の－11.1%からマイナス幅が縮小し、5月の－24.8%で循環的な底入れと最悪期の通過が示唆されている。

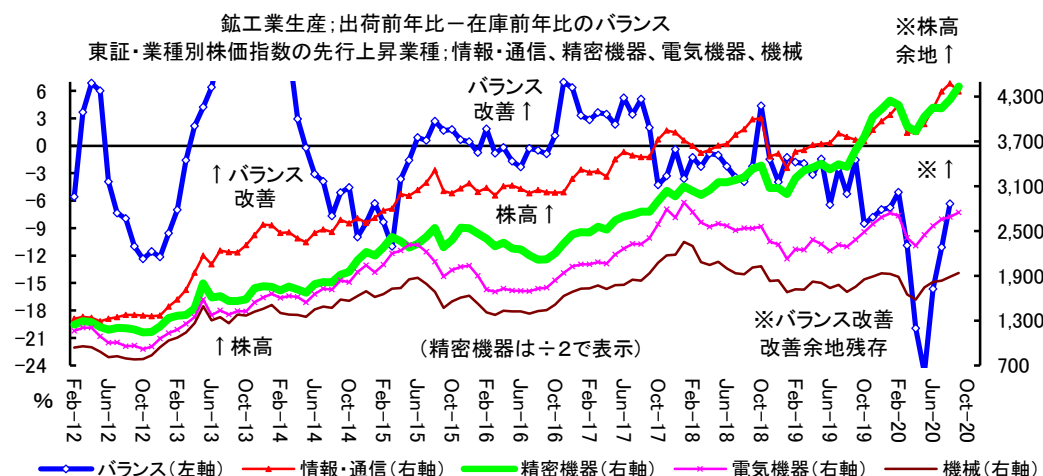
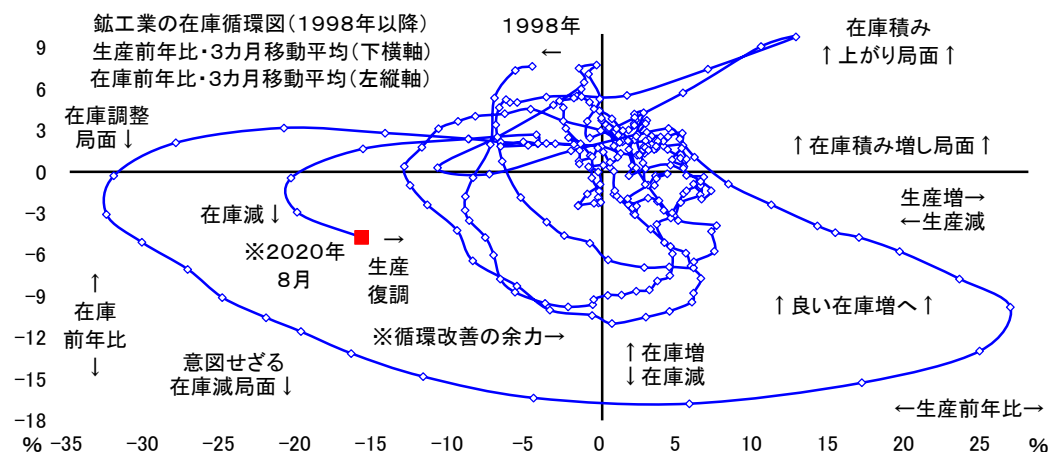
トレンドを示す10カ月移動平均では、前月比で上昇方向の上向き化へと転じてきた。2017年9月以降の世界的な減速とコロナ打撃による深押し基調が、底入れへと移行しつつある。やはり日経平均の相場循環として、過去には月間高値比較で前年比＋4000円から＋6000円の上昇サイクルが連動観測されてきた。

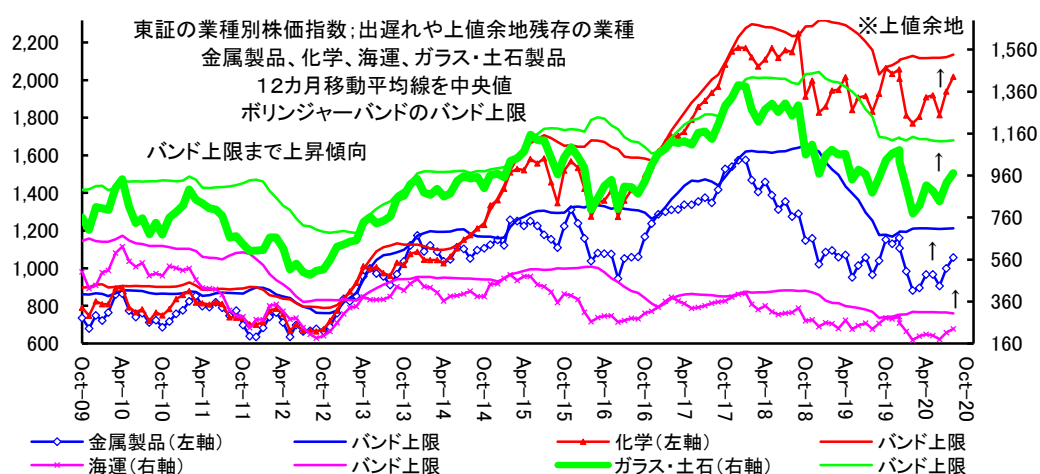
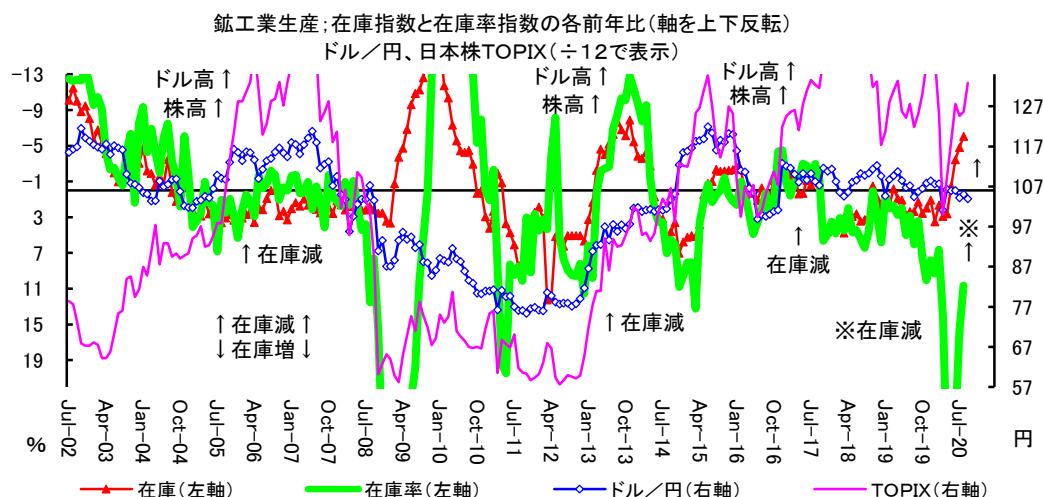
同時に過去実績では、在庫指数や在庫率指数の急上昇と最悪期の天井到達、その後の在庫調整への改善低下入りは、日経平均株価やドル/円でのドルの底入れ(円高圧力緩和)と一定の相関性を有している。単純に在庫急上昇の一服は、内外での景気底入れ期待とリスク忌避後退、日本でのデフレ圧力緩和、日本勢のリスク許容度改善へと寄与しやすい。

在庫指数とドル/円でいえば、最近では在庫指数が

2017年7月の98.5を最低として、2018年3月には103.6まで上昇となった。同期間中にドル/円は114円台から104円台へとドル安・円高が進展している。しかし、在庫指数は2018年3月の103.6を最高ピークとして、同年10月には101.5へと改善低下に転じている。連動する形でドル/円は3月の104円台がドル安値となる形で、同年10－11月にかけて114円方向にドルが底上げされた。

2016年の世界減速などに伴う在庫指数の上昇は、同年3月の100.4や6月の100.1が最悪上昇のピークとなった。当時のドル/円は、ちょうど6月の100円割れからドルが底入れと下値固め、下限切り上がりに連動移行している。また、リーマン・ショック以降については、悪い生産調整と在庫調整を経て在庫が再上昇となり、2012年10月の104.2で在庫指数が天井ピークを付けた。その前後でドル/円は、ドルが底入れから反発に移行。在庫指数の低下転換と同時進行で、ドルは切り上がり(円は反落)となった相関性を有している。





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。