

生産増・在庫減見合いでは株高過熱尚早

鉱工業生産、生産と収益の改善余地が割高抑制も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/3/1 (月)

1月の鉱工業生産指数は前年比-2.1%となり、1年半ぶりの小幅マイナスに改善してきた。在庫指数も-10.5%と約11年ぶりの大幅マイナスとなり、半導体不足などの悪い在庫取り崩しが含まれながらも、現状は生産復調などによる良い在庫減が堅持されている。その中で日経平均株価は約30年ぶり高値と前のめりで上昇しているが、過去の「生産増・在庫減」との見合いでは株高過熱が抑制されている。先行き一段の生産改善と企業収益の修復余力が、日本株の割高抑制につながる余地を秘めている。

日経平均ー生産指数の前年比格差、株上振れ制御

「1月の鉱工業生産指数は前月比+4.2%の99.7と、コロナ感染急拡大や緊急事態宣言などの影響は限られた。企業の生産計画では2月は上昇、3月は低下となっているが、1月の大幅上昇に続き2月も上昇の計画であることを考えると、生産は上下の振れはあるものの、回復傾向は続いているものと考えられる」――。

経済産業省（経産省）は最新1月の鉱工業生産に関して、このような解説を行っている。経産省によると、1月に生産改善への寄与度が最も大きかったのは、汎用・業務用機械だ。軸受、ボイラ部品、カメラなどが上昇しており、「内外での需要増を背景に、国内向け・海外向けともに増産があった」（同）。

寄与度2位は電子部品・デバイスだが前月比+10.5%の大幅増と、3カ月連続での改善となった。改めて内外でのハイテク需要の健在ぶりが示され、「モス型半導体集積回路（メモリ）や固定コンデンサなど、海外向けでの需要増が増産につながっている」（同）という。3位の電気・情報通信機械も、前月比+7.5%の大幅プラスを記録した。こちらはリチウムイオン蓄電池や基地局通信装置などが上昇を牽引している。

経産省では生産全体について、「1月の生産指数は99.7と感染拡大前である昨年1月の99.8と比べても未だ低く、今後も回復を期待したい」と改善の伸びしろに期待感を示している。一方で日経平均株価は、生産の先行き伸びしろなどを前のめり消化する形で、約30年ぶりの高値に先行上昇してきた。来年度以降の企業収益のV字回復も織り込みが進んでおり、足元では割高さや高値過熱感が警戒されている。

経済ファンダメンタルズを示す「生産見合い」での株価割高判断でいえば、1月の生産指数は前年比で-2.1%となり、1年半ぶりの小幅マイナスに改善する一方、日経平均株価の前年比騰落率（月間高値の比較）は1月に+20.2%となっている。「日経平均

ー生産指数」の前年比格差は、+22.3%の株優位となった。株高が前のめりとはなっているとはいえ、前回の世界回復局面での株価上振れピークである2017年11月の+24.3%に比べると、まだ株高過熱は尚早だ。

さらにアベノミクス相場以降の株高過熱局面では、同格差が2015年5月に+42.4%までの株価上振れ乖離となっていた。当時はまさに「生産改善見合いでの株価の上昇行き過ぎ過熱」が一因となる形で、翌月6月から株高ペースが鈍化している。直後の8月にはチャイナ・ショックといった悪材料に見舞われ、日経平均は上昇一巡と下落転換となっていた。

その前の「日経平均ー生産指数」の前年比格差における株価の上振れ過熱としては、2013年5月の+69.6%、2006年5月の+50.5%、2004年4月の+40.7%、2000年2月の+33.4%――といった過熱ピークがあった。このうち2000年2月は翌3月からITバブル崩壊に見舞われており、まさに日経平均の割高過熱を示す先行シグナルとなっている。

生産指数の天井まで株高持続、現在は回復余力

ひるがえって現在の場合、同格差は1月時点で+22.3%となっている。まだ過去の株高上振れ過熱の警戒ゾーンである+30%から+50%には達していない。短期的には米国債金利の上昇などによるガス抜きの調整株安が警戒されるが、まだ鉱工業生産といった経済ファンダメンタルズの改善見合いでの「株高行き過ぎバブル」は尚早となっている。

日経平均は過去実績として、鉱工業生産の在庫指数とも密接な相関性を有してきた。在庫循環との関係では生産の頭打ちと「悪い在庫増加」への転換局面で、株価は頭打ちから下落に転換。その後は在庫が減少に転じる在庫調整進捗の局面で、株価の底入れが支援されやすい。

そこからは現在のような「良い在庫減」と、循環回復の最良フェーズである「在庫積み増し局面」（景気拡張期が長くなってくると、企業は将来の更なる需要増に備えて増産し、在庫を積極的に積み増そうとする）がピークアウトするまで、株価は循環的な上昇トレンドが維持延命されている。

その点、最新1月の鉱工業生産では、在庫指数が前年比-10.5%となり（前月は-8.4%）、2010年2月以来、約11年ぶりの低水準へと低下してきた。1月は半導体不足による「悪い在庫取り崩し」も影響したが、現状では内外でのコロナワクチン接種拡大期待や米国での追加経済対策期待などにより、世界的な需要回復を受けた「良い在庫減少」の局面にあ

る。

その中で日経平均は同じ1月に、前年比+20.2%の上昇率となっている。過去の良い在庫減加速ケースとしては、2013年11月に在庫-7.9%という大幅低下があったが、同月の日経平均株価は前年比+65.7%もの上振れ過熱となっていた。その他、過去の在庫減と株高の過熱局面では、2015年8月に在庫-2.4%で株価+34.0%、2010年2月に在庫-11.7%で株価+26.5%、2004年1月に在庫-4.8%で株価+26.8%といった組み合わせが見られている。

その点、最新1月はまだ在庫-10.5%に対し、株価は+20.2%にとどまっている。過去比では「在庫減見合いでの株高過熱」が抑制されたままだ。

同時に今回の場合、鉱工業生産の生産指数（2015年=100）については、経産省が指摘するような「コロナ打撃前への正常化水準までの上昇余地」が残されている。先行きの生産改善余力は、日本企業の収益修復の伸びシロにつながっていく。株価水準の評価判断で参考になるPER（株価収益率）などでは1株あたりの利益改善となり、先行き割高さを抑制させる。

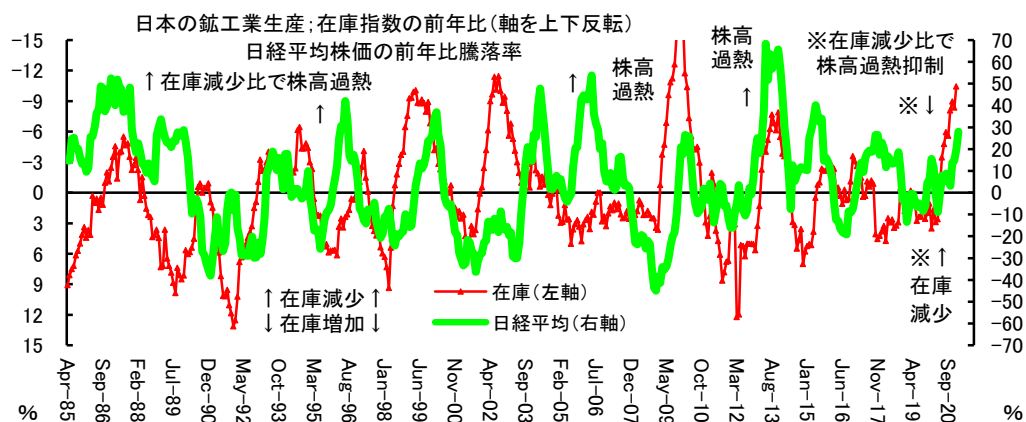
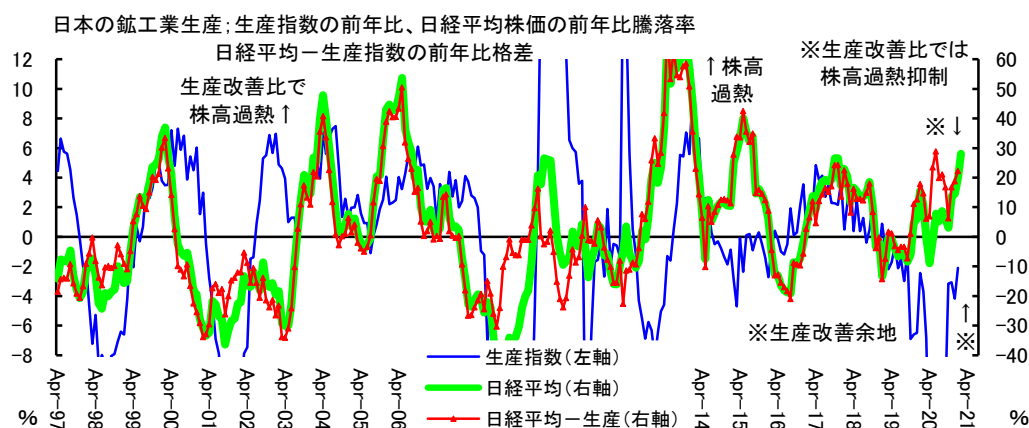
こうした要因もあり、1980年代以降の過去実績ではバブル加速と崩壊時を含めて、生産指数が上昇を保っている限り、株高トレンドは高確率で持続され

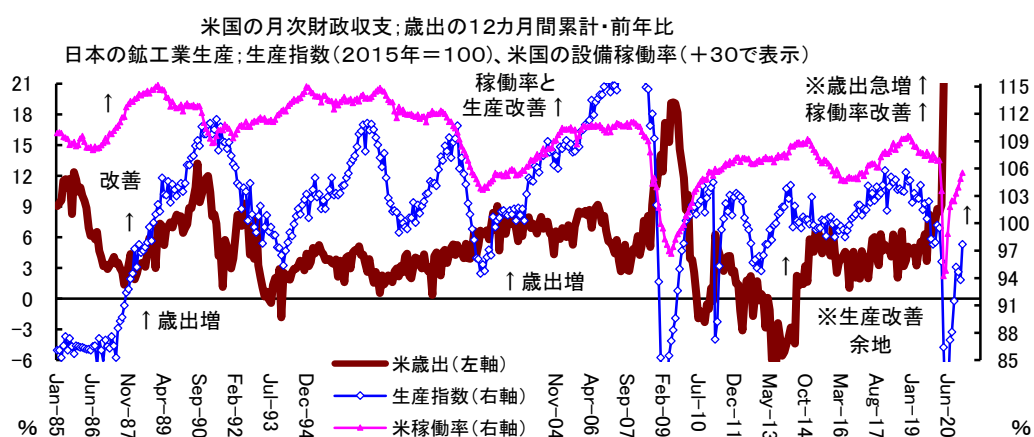
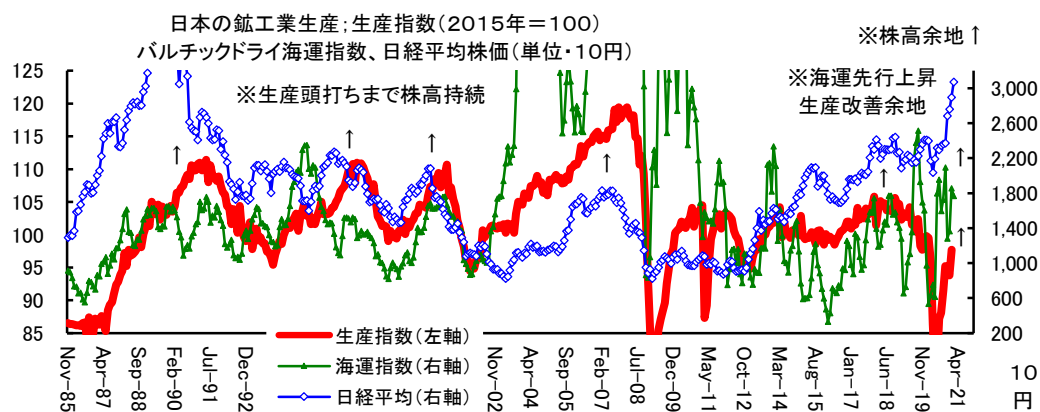
てきた。反対に生産指数の頭打ち前後から、日経平均は下落転換となる明確な相関性が見られている。

その点、最新1月の生産指数は97.7であり、最近の循環ピークである2018年10月の105.6や2014年3月の104.2、2012年1月の103.3などを大きく下回っている。リーマン・ショックからの回復局面でも2011年2月には104.5へと一旦は上昇しており、今回も最低100超えまで循環回復となる可能性が残されている。

日本の鉱工業生産を含め、世界景気に先行する国際海運市況・バルチックドライ指数は、すでに昨年10月以来の高値を先行回復する場面が見られている。やはり日本の生産指数と相関性の高い米鉱工業生産の設備稼働率は1月に75.6%となり、過去最低水準となった昨年4月の64.2%をボトムとして、昨年2月以来の水準を回復してきた。

日本の鉱工業生産についても、内外でのコロナワクチン接種拡大や、米国での追加経済対策と雇用回復までの断続的な財政出動観測、米国の保護主義後退と同盟国配慮への転換、前年比でのドル高・円安基調入りなどもあり、改善余地が残されている。過去実績として米国での歳出拡大局面は、時間差で日本の生産指数が底上げされる連動相関性が観測されてきた。





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自身でお願いします。