

鉱工業生産、供給不足も良い在庫増の余力

回復初期の意図せざる在庫減へ、資本財の計画比修正率安定

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/5/7 (金)

3月の鉱工業生産指数(2015年=100)は前月比+2.2%の97.7と2カ月ぶりの上昇となり、コロナ危機前である昨年2月の98.7以来という水準を回復してきた。引き続き半導体不足などによる減産圧力のほか、国内でのコロナワクチン遅れと感染打撃の長期化、米中の新冷戦余波などが重石となるが、供給不足影響であっても在庫が抑制されている分だけ、良い在庫投資と生産増の伸びシロは残存している。在庫循環では景気回復の初期段階である「意図せざる在庫減(需要回復に対しての生産の出遅れ)」に移行してきた。

生産前年比 26 カ月ぶりプラス化、増加余地

「(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では)今年1-3月から意図せざる在庫減局面にあり、在庫調整が着実に進んでいる様子が見られる」――。

経済産業省では最新3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3月に94.5となり、前月の94.4から3カ月ぶりに上昇したが、「2015年=100の基準内で2番目に低い水準を維持した」(同)。

ただし先行きに関しては、「コロナ感染の再拡大による内外経済の下振れリスクや、半導体不足による影響などサプライチェーンの状況に注意する必要」(同)がある。同時に半導体などの供給不足による減産圧力や、国内でのワクチン遅れと感染打撃の長期化、米中新冷戦の余波と台湾海峡を巡る日中関係の悪化懸念など、不透明性へのリスクは消えていない。

それでも在庫循環面での「意図せざる在庫減」局面入りは、景気回復の初期段階で観測される現象だ。最新3月には生産指数が単純な前年同月比で+1.6%となり(2月は-3.1%)、2019年1月以来、実に26カ月ぶりのプラス回復となってきた。かたや在庫指数は-10.1%(2月は-9.6%)と、在庫調整が持続している。

今後は「生産修復・在庫減持続」から、次なる循環改善ステージである「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(生産増と良い在庫増)」への発展余力が注目されやすい。過去実績として日本企業の利益と日経平均株価は、悪い在庫の積み上がりと生産減速入りの直面までは改善・上昇サイクルが持続してきた。その意味では現在の場合、在庫が大幅に減少していることで、「良い在庫積み上げと付随した生産拡大の伸びシロ」が潤沢に残されている。

2019年以降は「生産減速と悪い在庫増」という循環悪化局面を経て、「生産調整の中での在庫調整(在庫減)」が持続。それが3月からは「在庫大幅減の中で生産修復」となってきた。供給不足影響はあっても、需要回復と在庫不足の中での生産回復と、在庫不足比での生産の出遅れへと移行しつつある。

もちろん、すでに日経平均は昨年11月からこうした循環回復と企業利益のV字回復を織り込んで急上昇し、足元では踊り場調整入りとなってきた。それでも価格調整と日柄調整を経ながら、先行き生産と在庫の循環改善ピークまで株高寿命は残存している。

現在と同じような生産の前年比マイナスからのプラス回復と、在庫調整の持続という「意図せざる在庫減」局面としては、2016年8月から2017年9月があった。同期間中に日経平均は月間の高値比較で、2017年10月に前年比+26.5%という上昇ピークまで株高モメンタムが点火されている。その後も「悪い在庫増と生産減速」が本格化する2018年10月まで、前年比+10%から+20%の株高トレンドが持続していた。

同期間中に内閣府の全産業・営業利益は、2017年6月に前年比+16.3%、2018年6月に+12.7%の2桁成長となるなど、前年比プラスの増益基調が持続している。

ハイテク在庫 15 年ぶり低位、在庫と生産増余地

一方、鉱工業生産に関しては、昨年からの回復を先行牽引してきたハイテク関連の先行き動向が注目される。米国株市場では5月以降、ITハイテク株が高値警戒感で調整下落の場面があり、半導体不足や米長期金利上昇の懸念、ワクチン普及によるリモートや巣籠り特需の剥落、バイデン米政権による規制強化懸念、米中の新冷戦入りなどが悪材料になっている。

しかし、日本の鉱工業生産では、最新3月にハイテクに関連した電子部品・デバイス工業の出荷指数が100.5となり、前月比+0.7%と2カ月ぶりに上昇した。直近最高である1月の103.6に近い水準で、まだ高止まりを保っている。在庫指数は前月比-7.0%低下の53.0となり、実に2006年5月以来、約15年ぶりの低水準に低下してきた。

半導体不足などによる悪い在庫減の側面があるものの、半導体などハイテク関連の景気循環「シリコン・サイクル」に沿えば、良い在庫投資のあと、在庫増から悪い在庫積み上げに至るまでは、循環的な回復局面と関連株の上昇が維持支援されやすい。今回も15年ぶり低水準という在庫について、先行き

積み上がり余地が株高の持続余力となる。

電子部品・デバイス工業の在庫指数は、前年比で3月に-30.0%の大幅低下となった。2017年3月以来の大幅な在庫減だが、当時の米国のフィラデルフィア半導体株指数(SOX)は月間高値の前年比騰落率でプラス基調が持続している。具体的には2017年3月の前年比+48.6%から、同年6月の+60.4%までプラス幅が拡大。その後は2018年10月まで、前年比プラスの株高ラリーが持続している。SOXが前年比マイナスの調整局面入りしたのは、2018年11月以降の「良い在庫増から悪い在庫積み上がり」への移行局面となっていた。

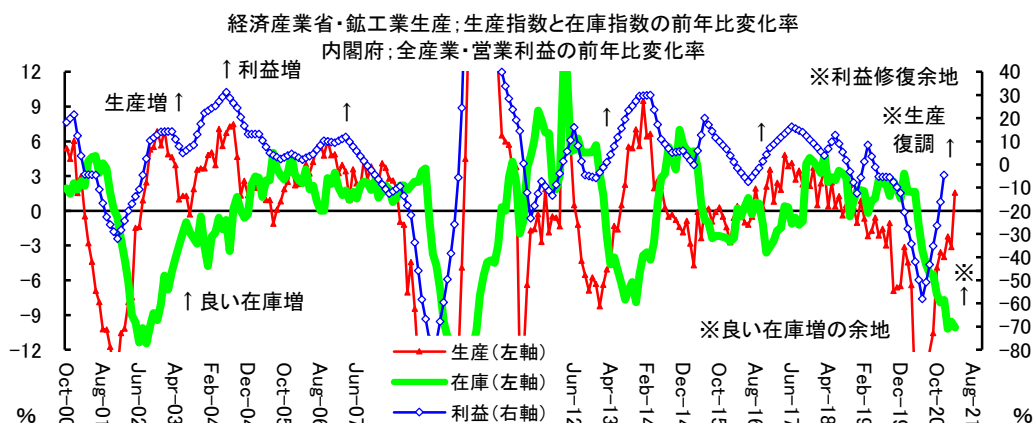
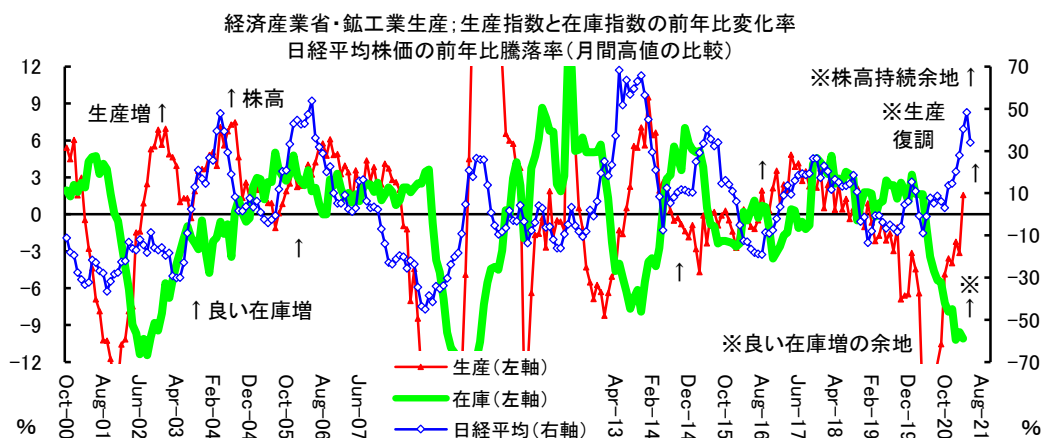
その他、3月の鉱工業生産では、設備投資に先行する資本財の出荷(輸送機械を除く)が前月比-5.4%となった。半導体などの供給不足やコロナ感染の再拡大などで、設備投資への慎重姿勢が改めて示されている。

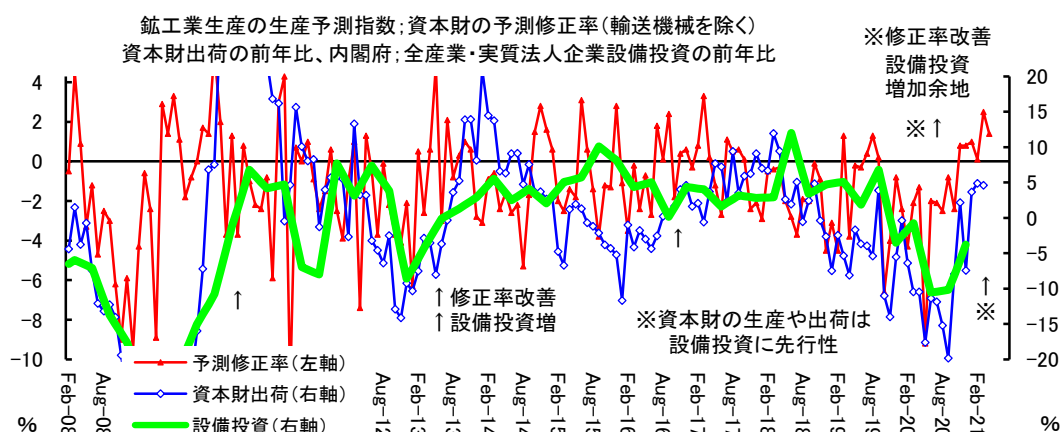
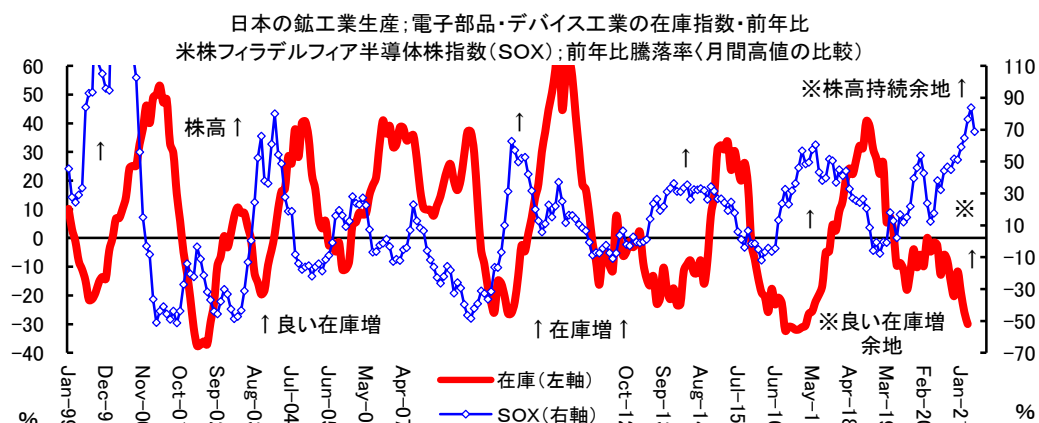
一方で生産予測調査での予測修正率(今回予測調査による当月見込みの指数/前回予測調査による翌

月見込みの指数)によると、資本財の生産は4月調査が+1.4%となった。3月調査の+2.6%に続き、「当初計画比での上方修正」という耐性増強が示されている。

しかも資本財生産の予測修正率は昨年11月調査の+0.8%以降、6カ月連続でプラス化を維持している。内外コロナ打撃などでの悪材料続出に対し、事前計画が複合リスクを織り込んだ控えめ予測となっていることもあって、当初計画比での上振れが続いている。先行きの緩慢ながらも着実な設備投資の改善基調を担保するものだ。

同時に想定外の複合打撃に連続襲来されながらの予測修正率のプラス定着は、日本企業の決算でも「事前の収益見通し比での下方修正リスク低減」に寄与するものだ。為替相場の安定化とあいまって、今後の決算発表での下振れリスク緩和と、収益実績のポジティブ・サプライズによる株高余地を支援する可能性を秘めている。





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。