

鉱工業生産、世界回復比で出遅れ修正余地

良い在庫増の兆候、出遅れ定着なら構造円安にも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/8/2 (月)

6月の鉱工業生産では生産指数(2015年=100)が前月比+6.2%の99.3となり、コロナ危機前である2020年1月の99.1を回復してきた。一方で世界経済はOECD景気先行指数の加盟国総計が同じ6月に2018年6月以来の高水準を先行回復するなど、日本の生産は出遅れている。日本の鉱工業生産では在庫循環に関し、景気が底入れから回復を経て拡張の長期化に向かう「良い在庫増」の兆候も見られつつあり、出遅れ修正余力が注目される。反対に出遅れが定着する場合、日本経済の弱体化を示す構造円安も警戒される。

4-6月から在庫積み増し局面、景気回復から拡張

「IMFは日本経済の成長率見通しについて、2021年を4月時の+3.3%から+2.8%に下方修正した。これは都市部で緊急事態宣言が発令されるなど、感染者が増えた上半期の規制強化などが影響している」、「一方で日本ではワクチン接種の進捗と経済活動の完全再開に応じ、2021年後半にはより力強い回復が想定され、2022年は+3.0%への改善が見込まれる」――。

IMFは7月27日、最新の世界経済見通しの中で、日本に関してこのような予測を行っている。足元の日本では緊急事態宣言の延長や対象地域の拡大といった規制再強化が講じられており、ワクチンの供給不足などもあって、年後半からの回復シナリオには不透明感も強い。

その中で日本の経済産業省(経産省)による最新6月の鉱工業生産では、生産指数(2015年=100)が前月比+6.2%の99.3となり、コロナ危機前である2020年1月の99.1を上回る回復となってきた。四半期ベースでも昨年10-12月の93.9に対し、IMFによる下方修正の原因となった「上半期」については、1-3月が96.6(前期比+2.9%)、4-6月が97.6(+1.0%)と2期プラスになるなど、あくまで生産に限れば打たれ強さが見られている。

それでも世界経済はOECD景気先行指数の加盟国総計(先進国)が同じ6月に100.8となり、2018年6月以来の高水準を先行回復してきた。世界経済のほうはコロナ危機のみならず、米トランプ前政権時における世界的な貿易摩擦激化の前段階まで修復されつつある。その点、日本の生産指数は世界回復比で出遅れており、今後は「出遅れ修正の回復余力」が注目されそうだ。

生産指数の水準は6月に99.3となっているが、リーマン・ショック以降の循環的な生産改善局面では改善ピークが104から105となってきた。まだ循環

面では上昇余地が残されている。過去実績として生産指数が天井ピークをつけるまで、日経平均株価は価格調整による株安局面や日柄調整を経ながらも、上昇トレンドが維持延命されている。

経産省は最新6月の鉱工業生産に関して、「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、昨年10-12月と今年1-3月は『意図せざる在庫減局面』にあったが、景況感の改善を眺めつつ、2021年4-6月以降には『在庫積み増し局面』に達した」という判断を行っている。景気が底入れから回復を経て、今後は「拡張の長期化」へと向かう良い在庫増の兆候が見られ始めた。

今後の前向きな在庫投資については、引き続き半導体不足などの供給制約や素原材料価格の高騰などが悪材料となる。一方で6月の鉱工業生産では、在庫指数が3カ月ぶりに上昇へと転換してきた。経産省では「自動車の生産水準が大幅に上昇したことを受けて、出荷水準も併せて上昇しているものの、その一部は在庫の上昇に向かった」という、良い在庫積み上げの可能性を示唆している。

世界回復比の日本の生産下振れ、遅行で生産改善

おりしも日銀の黒田東彦総裁は7月19日、政策委員会後の会見で「供給制約と資源高騰」という打撃に関して、「国際商品市況の上昇は、グローバルな需要が急激に増加していることが原因」、「それに対し、物流などの供給体制の回復が追い付いていない」、「供給面の制約は、急速な経済活動の再開に伴う摩擦が影響」、「世界景気の需要自体は回復傾向にあり、日本経済は輸出の増加やその他のプラスの効果が、交易条件の悪化によるコスト上昇のマイナスの影響を上回っていく」――という見通しを示していた。

ちなみに「日本の生産指数-OECD景気先行指数・加盟国総計」の格差は、6月に-1.5という日本の下振れとなっている。5月の-7.0からはマイナス幅を縮小させているが、OECD指数が景気判断の節目である100を超えてきた景気回復の初期段階(6月は100.8、3月から100超え)における日本の生産の下振れでいえば、2013年6月の-1.8以来となる下振れだ。その2013年6月以降の場合、日本ではアベノミクスや日銀による異次元緩和強化などもあって、2015年7-9月にかけて日本の生産指数の改善と日経平均の上昇という「世界経済比での出遅れ修正モメンタム」が点火されていた。

同じような日本の生産の出遅れは、東日本大震災直後である2011年、日本で不良債権問題やデフレ入りなどがあった1999年、日米貿易摩擦による超円高

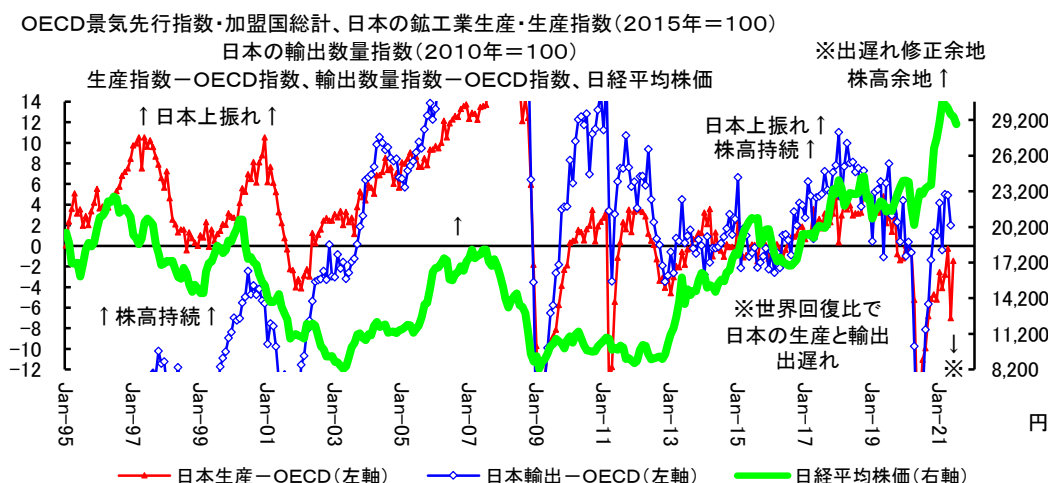
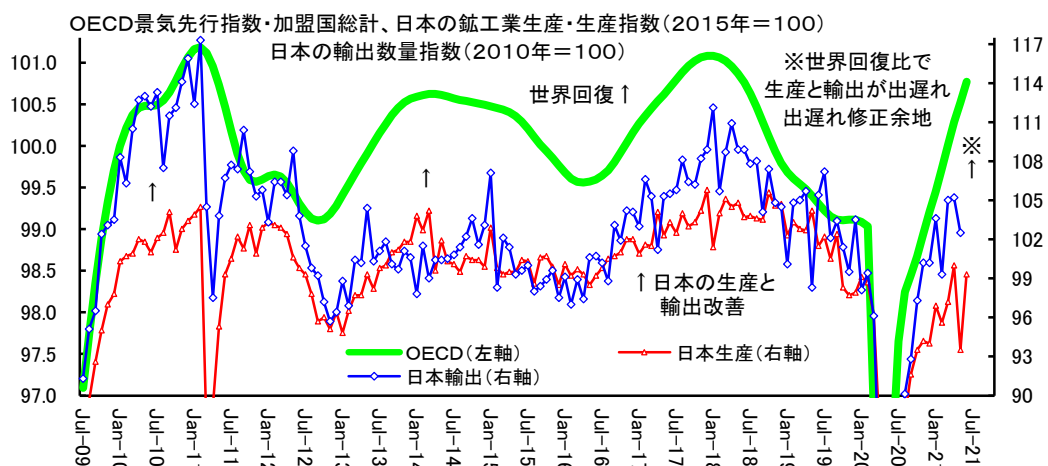
局面である 1994 年などで観測されてきた。いずれも日本独自の悪材料が緩和されるに連れて、日本の生産指数は世界景気の回復に遅れで上昇。日経平均株価についても、生産指数が頭打ちとなるまで株高トレンドが形成された実績を有している。

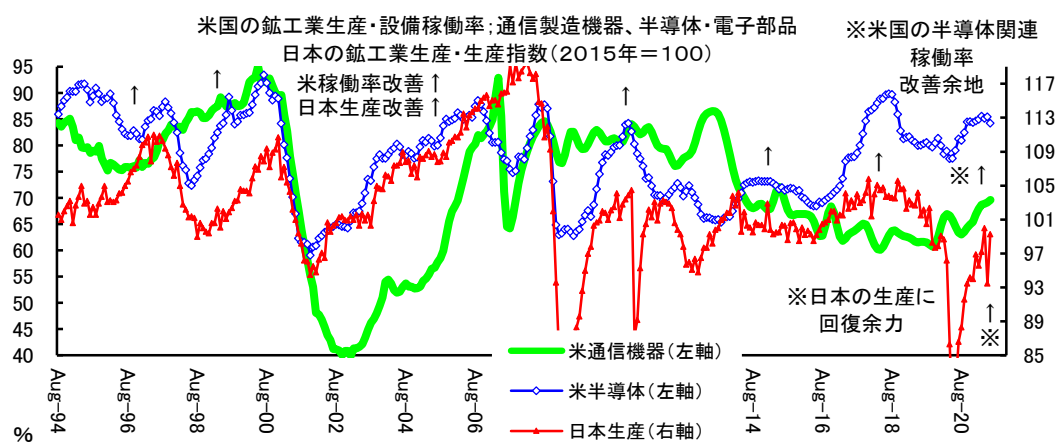
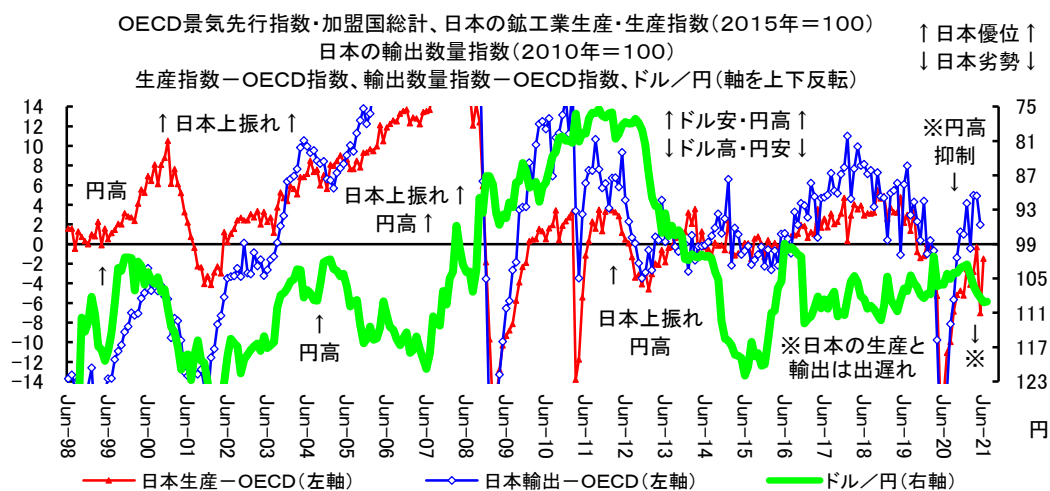
現在の日本では世界景気の回復見合いで、輸出数量も出遅れている。内閣府の輸出数量指数（2010 年＝100）は最新 5 月が 102.5 となり、4 月の 105.2 や 3 月の 105.0 に対し伸び悩んだ。まだコロナ危機直前である 2019 年 12 月の 103.5 を下回った状態にある。それに対して OECD 景気先行指数の加盟国総計は 2018 年 6 月以来の高水準を先行回復しており、日本では生産と同時に輸出数量も反発力が鈍くなっている。

こうした日本の生産と輸出の出遅れについては、日本国内でのワクチン遅れや経済規制持続といった問題のほか、1) 日本の製造業はハイテク依存度が高

く、半導体不足の相対打撃が大きい、2) 日本の製造業は国際分散体制を強化させているが、コロナ打撃や米中摩擦による国際的なサプライチェーン（供給網）障害や国際輸用制約が重石となっている、3) 昨年以降の世界回復を主導している IT デジタル分野や関連サービスで、日本企業の競争力は弱い、4) 日本企業は中国依存を強めるなか、中国の成長減速や規制強化、米中摩擦の激化などが逆風になっている——といった要因もある。

一方でこうした要因のほか、長期スパンでの日本企業の国際的な地位低下や政治・政策面での劣化も無視できない。その意味で現在の日本の生産と輸出の出遅れが定着すると、昨年以降の為替相場におけるクロス円取引での円安や、ドル/円での過去比・円高抑制が短期的でなく、中長期スパンでの「構造的な円安基調入り」の前兆サインとして注視される。





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。