

鉱工業生産、良い在庫増と生産増の余力

繰延需要堆積、供給制約下で業種別では在庫確保も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/9/1 (水)

7月の鉱工業生産では生産指数が前月比-1.5%と2カ月ぶりに低下し、改めて内外でのコロナ感染再増加や半導体不足、それに伴う自動車などの減産圧力が示された。一方で経済産業省では在庫循環に関し、景気が底入れから回復を経て、拡張長期化に向かう「良い在庫積み増し局面」入りという判断を崩しておらず、先行き良い在庫増と生産増の余力は残存している。需要面では感染再増加や供給制約の持続を受けて、内外で繰延需要が後ズレ堆積しているほか、供給制約下にあって業種別では在庫確保が散見されつつある。

良い在庫増の初期、悪い在庫増まで株高持続

「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、今年4-6月には『在庫積み増し局面』に達し、足元の7-9月も継続している」――。

経済産業省では最新7月の鉱工業生産に関し、このような解説を行っている。もちろん、生産の前年比は、半導体不足などの供給制約のほか、内外でのデルタ株変異種などのコロナ感染再増加で下押し圧力を受けている。

しかも現在は半導体などの生産拠点であるアジア各国で、感染再増加と経済制限の再強化が広がってきた。米ウォールストリート・ジャーナル紙は8月31日、「東アジアでの感染急増を受け、『電子機器業界のコメ』と呼ばれる積層セラミックコンデンサ（MLCC）を巡る供給不安が高まっている」、「MLCCはスマホや電気自動車（EV）、ゲーム機などに欠かせない部品」といった警戒報道を行っている。

一方で感染再増加による消費・生産などの行動制限や供給制約は、内外で繰延需要を後ズレ堆積させている。IMFも根強い世界的な物価上昇圧力については、「サプライチェーン（供給網）のボトルネック」と同時に「繰延需要の残存」を理由に挙げている。当座は世界景気のペースダウンや低成長化への警戒が続くものの、過剰消費や過剰生産、過剰在庫は抑制される分だけ、景気循環面では反動的な景気悪化や需要の息切れリスクは先送りされる。同時に今後は消化されずにいる消費や生産の残存余力が、内外の景気を下支えしていく。

日本の鉱工業生産でも先行きについては、最新8月10日時点での生産予測調査で8月が前月比+3.4%、9月が+1.0%という内外での需要残存が示された。経済産業省では「企業の生産計画を見ると8月、9月とも上昇となっており、生産は上下の振れ

はありつつも、均してみると引き続き回復傾向にある」という基調判断を行っている。

最新7月時点では、鉱工業生産の在庫指数（2015年=100）が95.1となった。前月の95.7からは小幅に低下したが、5月の93.7をボトムに良い在庫増へと転じつつある。過去実績として今年4-6月期からのような「良い在庫積み増しと生産増」という循環回復の局面では、「悪い在庫積み上がりと生産減速」に移行するまで、日経平均株価は長期スパンでの株高トレンドが維持延命されてきた。

その点で最近の日経平均株価の天井高値ピーク前後などと連動した「良い在庫増加」の上昇ピークは、2020年1月の105.9、2018年3月の103.6、2014年12月の102.5といった水準になっている。現状の95.1からは上昇の伸びしろが残されている。

もちろん今回の場合、供給制約や生産制約などで在庫の積み増し余力には限界がある。それでもまずは2000年以降の平均である101.7や、リーマン・ショック後（2009年以降）の平均である99.2といった水準への良い在庫増の余力が注目されやすい。

CRB指数は底堅さ、良い在庫増・生産増と相関性

過去の日本の「良い在庫増と生産増」局面と密接な相関性を有してきたのが、国際商品相場の代表的な指数であるCRB商品指数だ。最近の商品相場では原油が7月以降、主要産油国による減産縮小や世界的な感染再増加、中国を始めとした世界景気の減速懸念などで調整下落の場面が見られてきたしかし、CRB指数のほうは底堅さを維持。7月以降は上げ渋りながらも2015年7月以来の高値圏でレンジ横這い化を保ち、最新8月30日は直近高値である7月30日以来の高値に再上昇となっている。

CRB指数の高止まりには、素原材料の生産・運搬制約（供給逼迫）や米FRBによる各国中銀の金融緩和持続などが影響している。一方で需要サイドでも、世界各国で繰延されている需要の残存余力が底流部分で商品相場を下支えしている側面も無視できない。過去実績としてCRB指数が頭打ちから下落局面に転換するまで、日本では良い在庫増と生産増、日経平均の上昇基調が維持延命されてきた。

現状時点では供給・生産制約などが重石となっている在庫だが、個別業種では先行して在庫確保や前向きな在庫投資が動き始めたセクターも少なくない。

7月の在庫指数で上昇が目立っていた業種と品目としては、鉄鋼・非鉄金属（特殊鋼冷間仕上鋼材、亜鉛めっき鋼板、銑鉄など）、汎用・業務用機械（複写機、カメラ、乗用車エアコン用圧縮機など）、パル

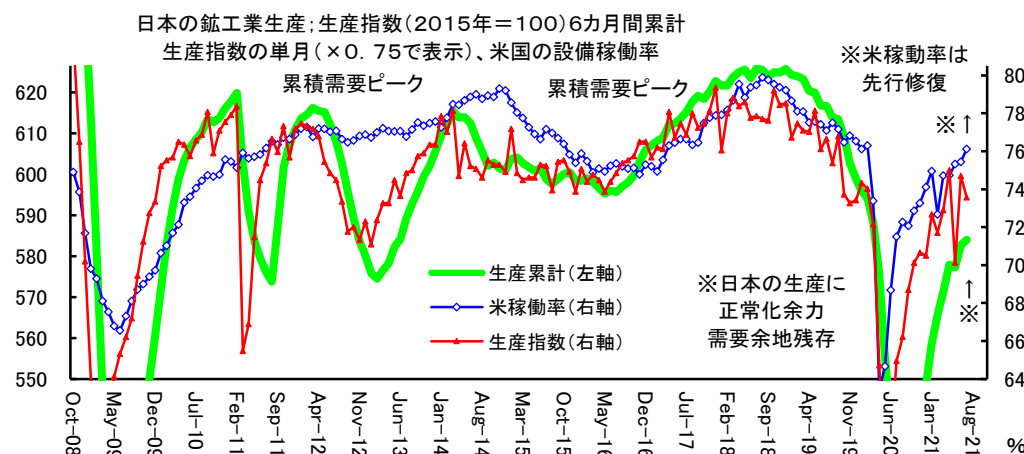
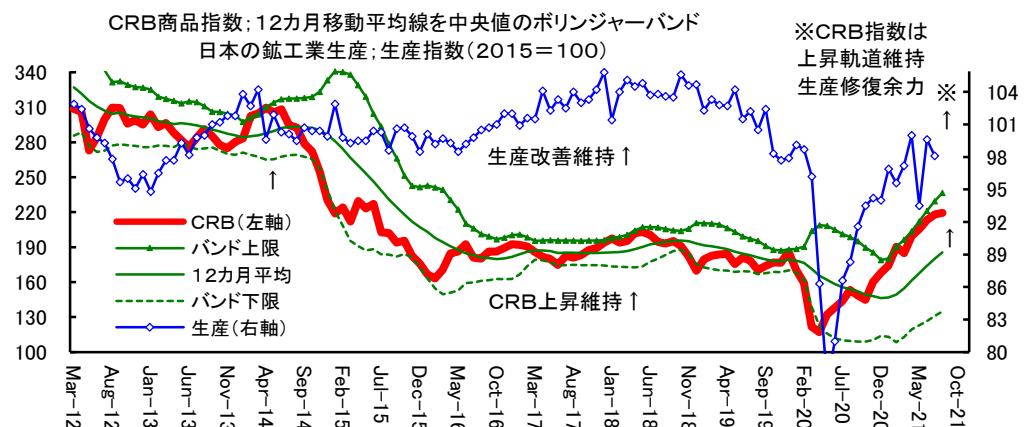
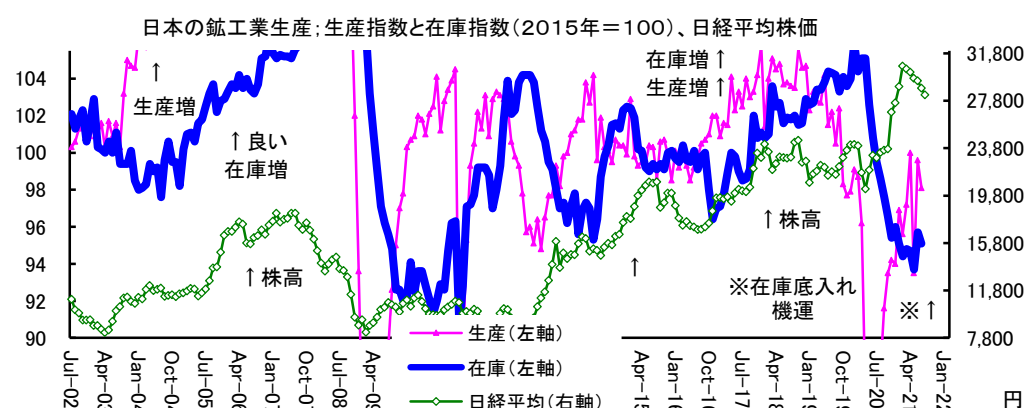
ブ・紙・紙加工品（情報用紙、印刷用紙＝塗工、乳幼児用紙おむつなど）、電気・情報通信機械（セパレート形エアコン、リチウムイオン蓄電池、鉛蓄電池など）、無機・有機化学（ポリプロピレン、ポリスチレン、キシレンなど、その他工業（合成繊維＝長繊維、製材、特殊車両用タイヤなど）、輸送機械（フォークリフトトラックなど）——などが観測されている。

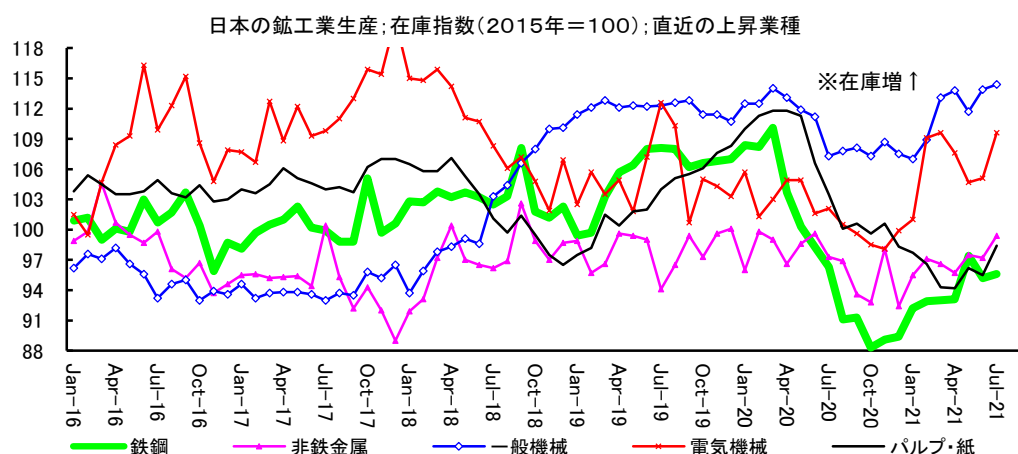
今年前半の在庫全般は世界的な需要回復でも、生産・運搬・素原材料・人手の制約などにより、出荷や生産の出遅れによる「意図せざる在庫減」が続いてきた。それだけに在庫上昇の業種・品目の広がり、先行き在庫底入れから「良い在庫増」の拡大シグナルとして注視される。

内外での需要の残存余地でいえば、日本の鉱工業

生産の生産指数（2015年＝100）では、リーマン・ショック後の2009年以降、循環的な生産回復局面での過熱ピークが6カ月累計ベースで「620前後」というパターンが繰り返されてきた。6カ月累計で620前後まで上昇すると、内外での需要の消化や生産の過熱感、過剰生産への移行が示唆される傾向が目立っている。

具体的に過去の生産改善ピーク水準は、2018年時の626、2014年時の616、2012年の616、2011年の620などとなってきた。ひるがえって最新7月時点で生産指数の6カ月間累計は、584にとどまっている。まだ620からは－6%の下振れ状態にあり、先行き循環的な需要消化までの生産の回復余力が残されている。





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。