

在庫抑制、生産と株価に伸びシロ残存

鉱工業生産、在庫調整・生産減・株安の圧力低減

2022/2/2 (水)

日本の経済や株価には先行き暗雲が立ち込めているが、鉱工業生産では在庫が抑制されており、生産と株価に伸びシロが残存している。過去の景気循環では景気回復を経た在庫の積み上がり、逆回転の形で在庫調整と生産調整、本格的な株安を促してきた。現状は良くも悪くも供給制約などで在庫が限られているため、在庫調整ショックに伴う株安の潜在圧力は低減されている。同時に米FRBは「持続的な景気回復への確証」を前提に利上げする傾向にあり、米利上げ終盤までは日本の生産に改善実績が見られている。

在庫指数は現状 101、過去の循環上限 102－105

「昨年 12 月の鉱工業生産では生産指数（2015 年＝100）が前月比－1.0%の 96.5 と 3 カ月ぶりに低下し、10 月の 91.1 以来という低水準になった」、「部材供給不足や物流逼迫などの影響を受けて、汎用・業務用機械や生産用機械など多くの業種が低下した」、「先行きは新変異株などコロナ感染再拡大による内外経済への影響や、部材調達不足の影響などに注意が必要」――。

経済産業省では最新 12 月の鉱工業生産に関し、このような慎重見解を示している。1 月以降の日本株はこうした生産の足踏みを含めた景気懸念のほか、米FRBの利上げ加速警戒やウクライナ懸念などもあって、大幅な株安が進展してきた。先行き日本の経済と株価には、暗雲が立ち込めている。

その中で今後の日本の生産と株価の「伸びシロ残存」に期待をつなぐのが、鉱工業生産での在庫の抑制だ。12 月に在庫指数は前月比＋0.5%の 101.2 と 4 カ月連続で上昇してきたが、まだ 2020 年 5 月の 102.6 以来のレベルを回復してきた段階に過ぎない。

コロナ危機前の最高は 2020 年 1 月の 105.9 であったほか、最近の循環的な在庫の上昇ピークは 2018 年 3 月の 103.6、2014 年 12 月の 102.5、2012 年 10 月の 104.2 などとなってきた。最新 12 月の 101.2 という水準は、まだ「良い在庫の積み上げ余地（＝生産増と出荷増の余地）」が残存している。先行き在庫と生産、企業利益、日本株の上乗せ余力が注目されやすい。

在庫に関しては、日銀も展望レポート（経済・物価情勢の展望）取りまとめのうえで、「景気の具体的な判断材料の一つ」として重要視している。

「企業は急に顧客からの注文（需要）が増えても対応できるように、ある程度計画的に在庫を持つが、計画以上に製品の売れ行きが良い（悪い）場合は、在庫が減少（増加）する。仮に製品が計画対比売れ

ずに、企業が保有したいと考えている以上に在庫が増加してしまった場合、生産量を抑え、在庫を減らす。この結果、在庫の水準は、『景気回復→後退→回復』という変化に伴って、『在庫の減少→増加→減少』と、循環的な動き（在庫循環）をする」（日銀の展望レポート解説）。

最近の「ある程度計画的に在庫を持つ」状況を含めた良い在庫増加でいえば、在庫指数が 2019 年 1 月の 102.6 から 2020 年 1 月の 105.9 まで上昇した局面があった。同時進行で日経平均株価は、その 1 年間に上昇。月間高値は 2 万 0892 円から 2 万 4115 円まで、＋3223 円幅の上昇トレンドが連動形成されている。

その後はコロナ危機もあって「悪い在庫増」に移行し、ちょうど在庫指数が 105.9 のピークを付けた 2020 年 1 月が株価の高値天井と合致している。今回についても現状の在庫指数 101.2 から、直近上限である 102－105 方向への「良い在庫の積み上げ余地」が、生産増加と株高の残存余地として注目されやすい。

米利上げ「回復持続性に確証」、日本の生産支援

その前の良い在庫増加でいえば、在庫指数が 2016 年 11 月の 96.4 から 2018 年 3 月の 103.6 まで上昇した局面があった。その 17 カ月間でも日経平均は、＋3488 円幅の株高モメンタムが連動形成されている。さらに前では在庫指数が、2014 年 5 月の 98.7 から 2014 年 12 月の 102.5 まで上昇した。その 8 カ月間でも日経平均は＋3286 円幅の上昇となるなど、「良い在庫増と株高」は高確率での連動相関性が確認されている。

一方、景気循環面で「悪い在庫増加」に移行してくると、過剰在庫の調整が生産調整と本格株安の逆流ショックを促してくる。過去実績として在庫指数の上昇ピーク水準が高ければ高いほど、「山高ければ谷深し」の形で在庫整理と生産圧縮、株安のインパクトと期間が重症化されてきた。

その点、現在は良くも悪くもながら、供給・部材・輸送・人手制約などにより、在庫積み上がりの度合いが限定的になっている。現状段階では、在庫調整ショックに伴う生産減と株安の潜在圧力が低減されている。

同時に現状段階からの景気や生産の腰折れ回避に期待をつなぐのが、鉱工業生産における「出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）」の改善トレンド堅持だ。在庫循環のモメンタムを示し、生産の先行指標となるものだが、12 月は－2.9%となり、

10月の-6.5%を直近最低として修復傾向にある。

日経平均株価と関連実績の高い同バランスの20ヵ月移動平均も12月は+2.9%となり、前月の+2.1%から改善した。2020年10月の-7.6%をボトムとして、15ヵ月連続で改善トレンドを保っている。過去実績として同バランスの20ヵ月移動平均が改善軌道を保っている限り、日経平均は中長期スパンで上昇トレンドが維持延命されてきた。

同バランスと相関性の高い国際商品市況・CRB商品指数も、足元では上昇基調を保っている。昨年12月21日から再上昇となり、1月31日には2014年12月以来の高値を更新してきたばかりだ。現在は世界的な感染増やウクライナ懸念などによる供給制約が影響しているとはいえ、世界的なコロナ共存経済への対応整備や経済活動再開の広がり、新変異株の重症化低減——などによる世界経済の需要修復もまた、資源高を底流で下支えしている。

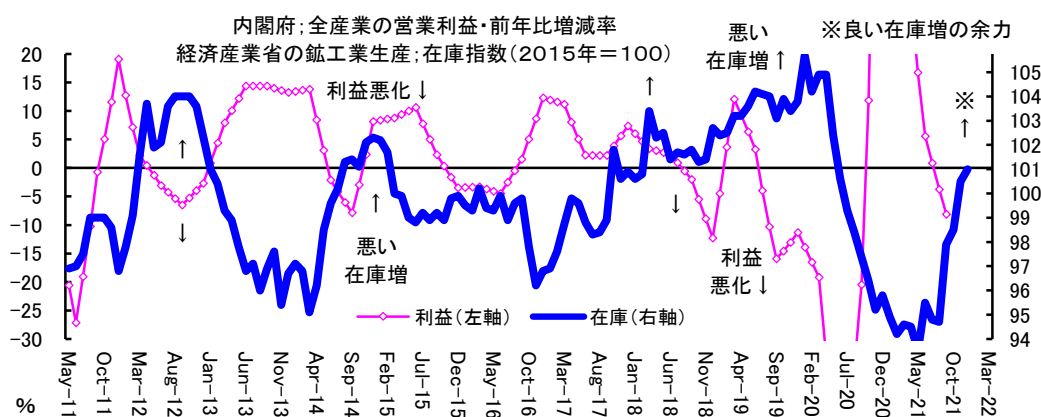
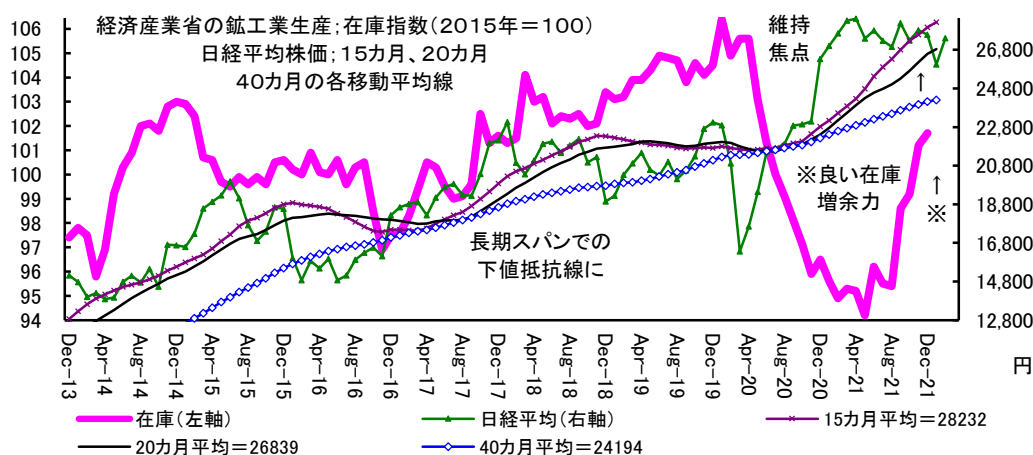
石油輸出国機構（OPEC）加盟国と非加盟国で構成する「OPECプラス」は、当座の世界原油需要について、「パンデミック（世界的大流行）などによる下方リスクはあるものの、需要の回復を見込んでいる」（複数関係者、1月26日ロイター）という。

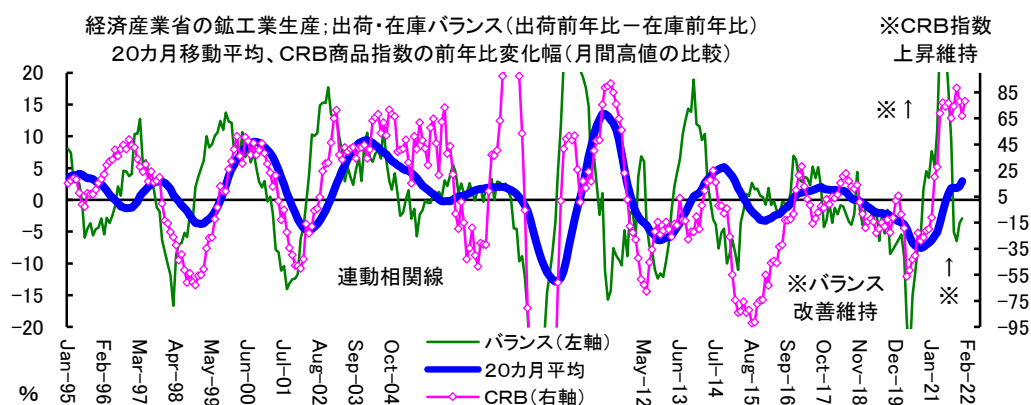
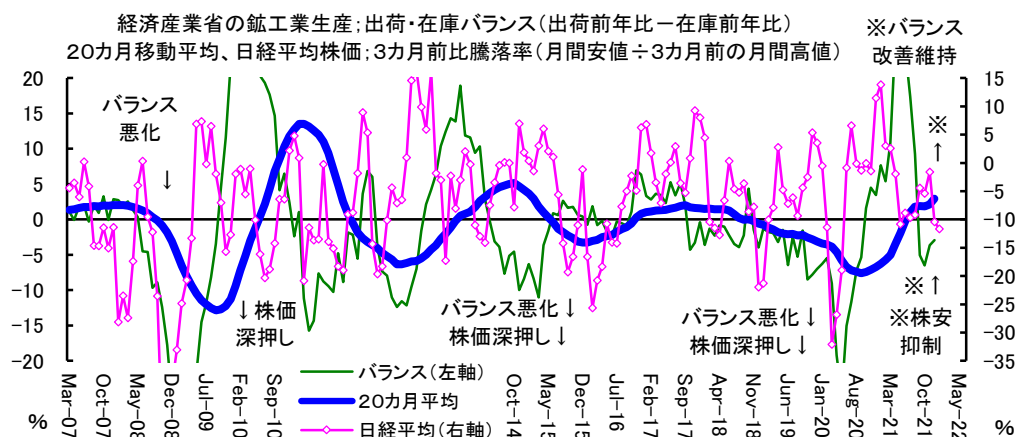
もちろん、現在は根深い内外のコロナ感染や、供給制約の長期化、米FRBによる利上げ加速と先行き米国景気のブレーキ懸念といった不透明材料は残存

したままだ。それでもFRBは伝統的に内外での信認を最重要視しており、利上げ開始の決断は「持続的な米国景気回復の確証」を大前提としている。今回も3月からの利上げ開始や、その後の利上げ加速示唆には、「相応の自信があつてのもの」という見方も少なくない。

ちょうど米ウォールストリート・ジャーナル紙は1月31日、「株式市場の動揺、まだ米経済の脅威にあらず」、「株安はFRBの引き締めに対する自然な反応だと経済学者らは指摘」と報じた。その中では「FRBのパウエル議長は1月26日、株安が景気回復を妨げることはないとの見方を示した。FRBはコロナ禍初期に導入した緊急刺激策を段階的に縮小する計画で、株安はそれに対する自然な反応だと語った」という見解を紹介している。

過去実績としてFRBによる利上げ開始後、利上げ終盤に引き締め効果が顕在化してくるまで、日本の鉱工業生産の生産指数は改善軌道が維持されてきた。例えば前回の米利上げ開始は2015年12月であったが、生産指数は同月の98.5から利上げ継続のなか、2017年12月の105.8まで上昇トレンドが保たれている。その前の2004年6月からの利上げ局面でも、生産指数は同月の107.7から2017年10月の119.4まで、約40ヵ月の改善トレンドが持続されていた。





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ご自身でお願いします。