

日米の鉱工業生産、米国の相対優位持続

金融政策や為替に反映、日本「出遅れ修正」余地も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/9/2 (金)

日米の鉱工業生産では、最新 7 月に前年比で 11 カ月連続の米国優位が維持された。指数水準の米国－日本格差では過去最高の米国上振れが続いており、金融政策での米国の引き締め先行と日本の出遅れ、為替相場でのドル高・円安という客観情勢に反映されている。米国との相対比較での日本の競争力低下や空洞化の深刻さ、外需依存と国内人口減の脆弱性、資源高・部材不足・供給網混乱に対する打たれ弱さ、中国失速と反グローバル化の直接打撃の大きさなどが懸念される一方、日本の生産には出遅れ修正余地も残されている。

生産指数の米国－日本、過去最高の米国上振れ

「8 月初旬に実施した日本企業の生産予測調査によると、9 月は堅調な半導体需要で生産を牽引していた生産用機械が服する計画となっている」、「7 月当初に調べた 8 月の生産計画が、8 月当初に再度調べ直した計画と比べ、どの程度変動したか（予測修正率）をみると、8 月は－5.6%と 17 カ月連続で下方修正となった。半導体不足や中国での経済活動抑制など、様々な供給制約が企業の生産マインドを弱気にさせている」――。

経済産業省では最新 7 月の鉱工業生産に関連して、このような慎重分析を行っている。今後の生産全般についても、「コロナ感染の再拡大による内外経済への影響や、部材供給不足の影響、物価上昇の影響などについて注視していく」と警戒感を示していた。

7 月の鉱工業生産指数（2015 年＝100）自体は前月比＋1.0%の 97.1 となり、2 カ月連続でのプラスとなった。中国でのロックダウン（都市閉鎖）解除や半導体などの部材不足緩和、こうした影響による自動車の復調などが支援材料となっている。もっとも季節調整済みの単純前年比は－1.0%となり、5 カ月連続でのマイナス低迷となった。

一方で米国の鉱工業生産指数（2017 年＝100）は、同じ 7 月に前年比＋3.9%の 104.8 と 17 カ月連続でプラス化を保っている。結果、「日本－米国」の前年比格差は－4.9%と、昨年 9 月以降 11 カ月連続での日本の下振れマイナスが維持された。

また、日米で基準年は異なるものの単純な指数水準の相対格差では、7 月に「米国 104.8－日本 97.1」と＋7.7 の米国上振れとなった（日本は下振れ）。同じ算出法による長期時系列比較では、5 月の＋16.2 を直近最高として、1970 年代以降では最高水準の米国優位となっている。

生産面での米国上振れは金融政策面での米国の引き締め先行と日本の出遅れ、こうした乖離が影響す

る形でドル高・円安という客観情勢に反映されている。その意味で約 24 年ぶりとなる 140 円接近のドル高・円安は、「ファンダメンタルズに沿ったもの」とも言えそうだ。

過去実績としても生産指数の「米国－日本」の格差は、ドル/円と密接な連動相関性を有してきた。最近では昨年 4 月の＋0.6 が直近最少の米国優位となる形で、米国の上振れ幅が拡大してきたが、ドル/円は同月のドル安値 107 円からドル高モメンタムが段階的に増幅されている。

7 月にかけて日本と米国の生産については、ドル高・円安や米 FRB の利上げ加速と米国金利の上昇、反対に日銀は金融緩和堅持で日本の金利は低位抑制という、日本が相対優位の環境となっている。その中で日本の生産劣勢は、あくまで「米国との相対比較」として、日本の競争力低下や空洞化の深刻さ（円安メリット減退）、世界減速下における外需依存と国内人口減の脆弱性、資源高・部材不足・供給網混乱に対する打たれ弱さ、中国の成長失速と反グローバル化の日本打撃の大きさ（日本は中国依存で貿易立国）などが改めて懸念される。

設備投資先行の資本財出荷改善、先行き生産支援

米国の 7 月鉱工業生産では、自動車が前月比＋6.6%と過去 4 カ月で最大の伸びを示した。半導体不足の緩和のほか、FRB がインフレ上昇要因として苦慮している「雇用や賃金の底堅さ」が、自動車などの消費と内需の打たれ強さとなっている。

その他、米国では 7 月に石油・ガス掘削が、＋3.3%の上昇となった。米国は原油や天然ガス関連などでシェール開発もあり、今や世界有数の資源産出国と輸出国になっている。資源の輸入依存度が高い日本は資源高や電力不足、電力コストの上昇などが悪材料になっているが、米国では資源高が石油・ガスなど資源エネルギー業界の生産活動を支援している。同時に資源エネルギーの自給率の高さもあり、日本との相対比較では電力不足や電力コストの上昇といった生産打撃が抑制されている。

一方で先行きに関して米国ではパウエル FRB 議長が 8 月 26 日、「成長鈍化や雇用軟化などの痛みを伴ったとしても、引き締めを続ける覚悟」を表明したことで、生産は減速が警戒される。反対に日本については、コロナ制限の緩和と経済正常化の広がり、半導体などの部材不足緩和のほか、先送りされてきた設備投資計画の実行拡大などで、鉱工業生産の対米国比「出遅れ修正」が注目されそうだ。日本の生産の出遅れ修正は、日経平均株価の下限切り上がり

を後押しさせていく。

実際に最新7月の鉱工業生産では、設備投資の先行指標である資本財出荷指数(輸送機械を除く、2015年=100)が前月比+6.8%の増加となった。6月の+8.7%に続き、2カ月連続での大幅プラスとなっている。指数水準は117.0と、前月の109.5や直近最低である2月の101.4から大きく上昇。実に2008年5月以来の高水準となってきた。

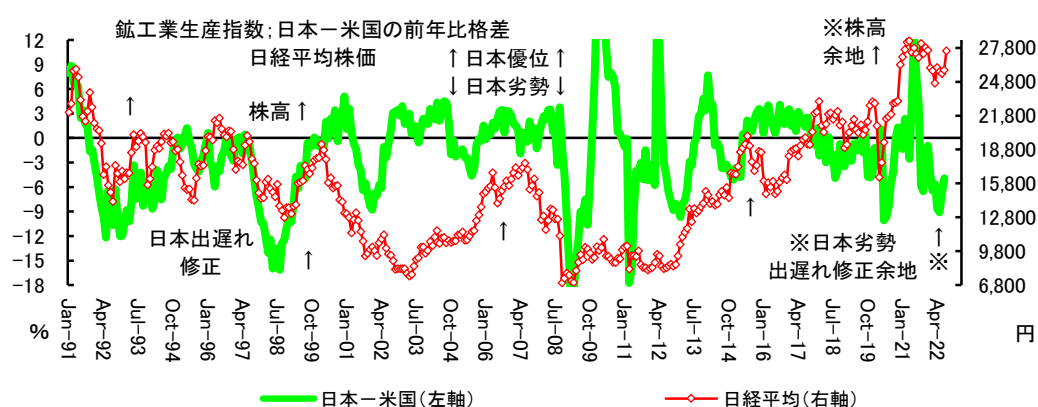
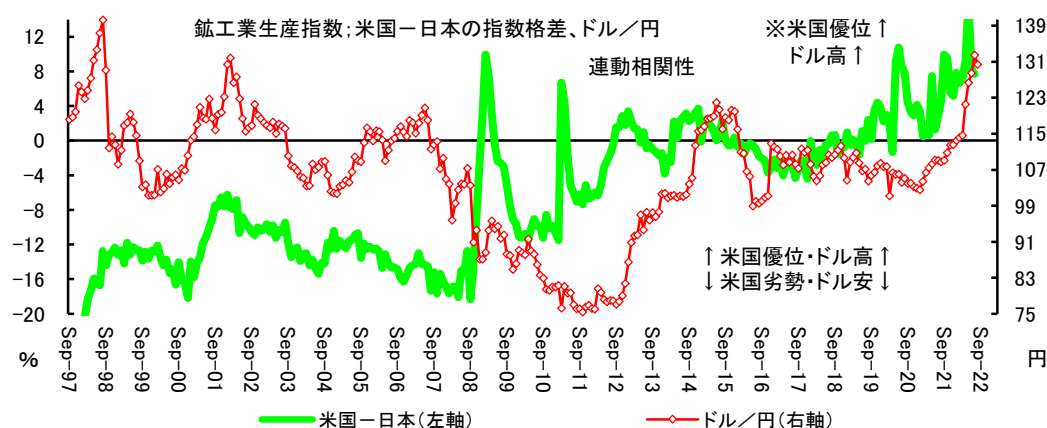
最近では鉱工業生産指数の「日本-米国」前年比格差で日本の下振れが続いたあと、2020年5月で日本劣勢の底入れと出遅れ修正への移行場面があった。当時の日経平均株価は月間高値ベースで同月の2万1955円から、16カ月後となる2021年9月の3万0795円まで+8840円幅の株高基調が観測されている。その前では2014年12月に日本出遅れが底入れとなったが、日経平均は6-8カ月後となる2015年6-8月にかけて+2900円幅以上の株高トレンドが形成されていた。

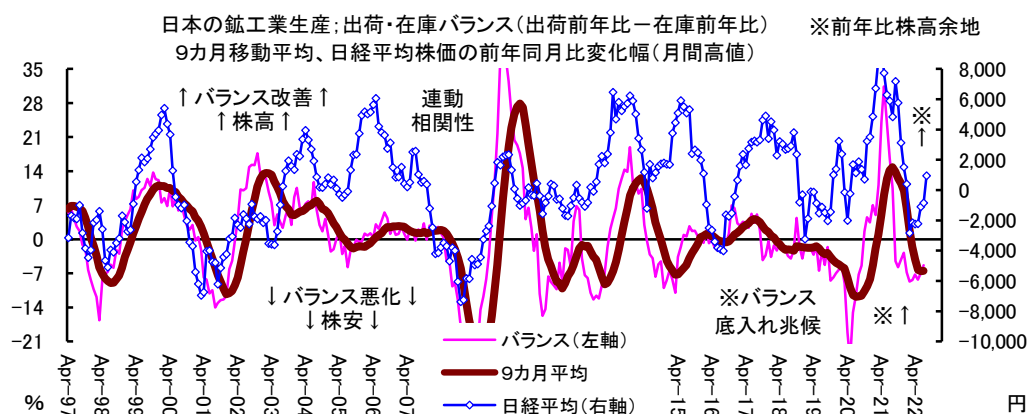
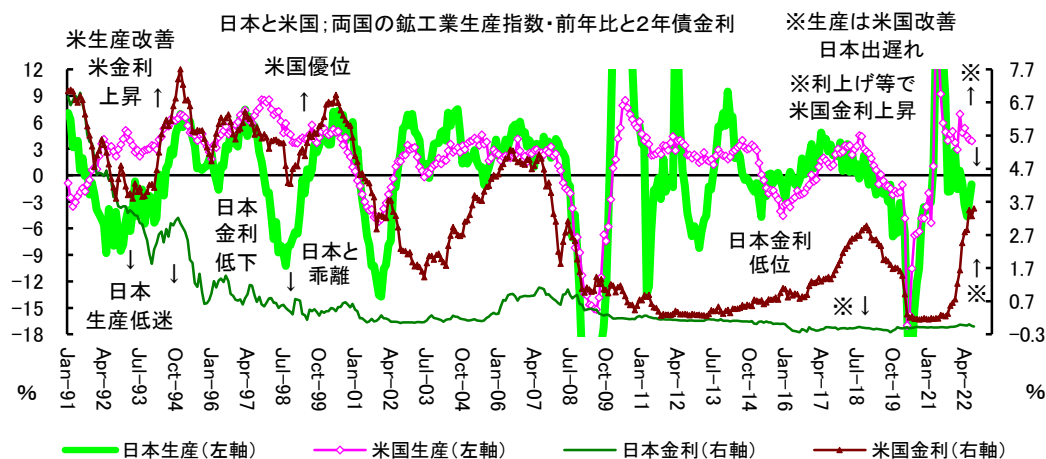
7月の鉱工業生産では、生産活動や在庫循環の先行指標である出荷・在庫バランス(出荷前年比-在庫前年比)に底入れ兆候が見られつつある。7月は

-5.3%となり、6月の-7.0%を含めて2カ月連続でマイナス幅を縮小させた。今年2月の-8.7%が最悪ボトムとなる形で、同バランスの9カ月移動平均線の方角角度は上向き化に転じるなど、バランス悪化の歯止めが焦点となってきた。

1990年代の長期実績として、同バランスが悪化から底入れに転換すると、高確率で日経平均株価は月間高値が前年同月比でプラス幅を拡大させるトレンドに移行している。

なお、日本の設備投資については8月31日、日銀の中川順子審議委員が、「一部業種に弱さはみられるものの、デジタル化や省力化関連等に牽引されて持ち直しの動きが続いている」という現状判断を示した。建設投資に関しても、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の建設や都市再開発関連が押し上げ方向に寄与。先行きについては、「緩和的な金融環境のもとで、人手不足対応、デジタル化に向けた情報関連、Eコマース拡大に伴う物流施設、再開発によるオフィスや商業施設、脱炭素化対応に向けた投資等が行われると想定される」という前向き予測を行っている。





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。