

生産比で出荷下振れ、需要減警戒も備え進捗

鉱工業生産、生産や在庫低位で反動限定、株安を制御

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/12/2 (月)

日本の10月・鉱工業生産では生産との見合いで、最新需要が反映される出荷が下振れとなっており、内外での需要減が注視される。もっとも今年は海外の政治・景気の不透明感などで生産や在庫が低位で抑制され、反動悪化と日本株の下落の度合いは制御される。構造的にも1990年代からの新興国を始めとした世界急成長と出荷急増、国内での輸出設備増強と輸出増・生産増、それに伴う円高と反動的な輸出・生産の悪化といった振幅が低減され、海外生産の定着や生産管理のIT化などもあって、生産・出荷・在庫のバランスは安定化してきた。

在庫はマイナス抑制、良い在庫増まで株高の余地

「出荷指数は、財（モノ、製品）の出荷状況を示す。鉱工業生産を通じた需要動向分析は、主に出荷指数を用いて最終需要の動向を把握しようとするものだ」、「景気が上昇して需要が増加すれば出荷が増え、生産も活発化し、一方で景気が後退して需要が減少してくると出荷も減り、生産は不活発になる」。

経済産業省では所管する鉱工業生産に関して、このような解説を行っている。

その中で最新10月の鉱工業生産（指数は2020年＝100、季節調整済み）では、生産指数が104.3、出荷指数が102.6となった。「出荷－生産」の格差は－1.7の出荷下振れで、2023年9月の＋0.1という出荷の上振れ以降はマイナス基調となっている（出荷＜生産）。8月には－2.2と約2年ぶりの下振れ幅となったが、生産動向との見合いでの出荷の下振れは、国内外での新規の需要や売れ行き等の鈍化を警戒させるものだ。

生産した製品の出荷消化が鈍くなると、タイムラグを経て在庫の積み上がりで生産の余剰化に伝播していく。先行き在庫調整と生産調整、生産活動の減速、関連企業の収益悪化と関連株の下落に波及するリスクを秘めている。

もっとも今年は海外での政治・景気の不透明感のほか、国内での自動車不正問題、円安・各種コスト高の重石、人手不足などもあって、生産や在庫が抑制されている。結果論ながらも、先行きの内外での需要減速に対する備えや未然対応が進んだ状態にある。その分だけ来年前半にかけては、反動的な生産の下振れや余剰在庫の積み上がりショックの度合いは制御され、日経平均株価も現状からの下落余地の狭まりと下値切り上がり基調が支援されやすい。

経済産業省では先行きに関して生産予測調査を踏まえ、「11、12月ともに予測修正率等からみる企業

の生産マインドは強気で推移している」としながら、「海外景気の下振れ等の影響を注視する必要」といった判断を行っている。

在庫指数は10月に前年比－1.4%となり、前月の－1.3%を含めて11カ月連続でのマイナスとなった。企業による先行き慎重論と在庫積み増しの手控えも影響しているとはいえ、在庫の消化進捗と軽減化が示されている。過去の長期実績として、日経平均の月間高値・前年比騰落率との関係では、現在のような在庫調整の進捗は「株価の悪化材料の低減化」につながり、株安余地の狭まりや底入れ反発につながってきた。今後、前向きな在庫積み上げと在庫投資の増加局面では、前年比での株高を支援していく。

一方で過去には過在庫の前年比が上昇となったあと、プラス化から天井ピークに移行する前後からは、「悪い在庫増」や「在庫の余剰化」が懸念されてきた。日経平均の前年比も、天井ピークから反落に転換する連動相関性が観測されている。

需要急増・出荷上振れ・輸出と生産増・円高変容

最近では在庫指数の前年比が底入れからの上昇転換を経て、2023年5月の＋7.2%で天井形成となった。

日経平均の月間高値・前年比は、そこから「2カ月後」となる2023年7月の＋20.5%で、プラス幅拡大は一旦の天井ピークを形成している。株価水準も上昇ペースが鈍化となってきた。

その前における在庫指数の前年比プラスの天井と、日経平均の前年比プラス・ピークの相関関係としては、在庫が2017年11月の＋4.5%、日経平均も同月の＋26.5%で同時の天井となっている。さらに2014年には在庫が11月の＋7.0%でピーク、日経平均は「6カ月後」となる2015年6月の＋40.1%で前年比プラス幅が天井となった相関実績がある。

その点、直近10月の在庫指数は、前年比－1.4%とまだマイナス圏にある。先行き良い在庫増とプラス圏への浮上、プラス幅の拡大余地があり、日経平均は前年比でプラス幅の伸びシロが付与されている。

来年にかけての日経平均の上値メドで参考になる1年前の月間高値は、今年3月が4万1087円、7月が4万2426円となっていた。来年の3月や7月にかけては、前年と同水準で4万1000円から4万2000円、前年比＋10%で4万5000円から4万6000円、＋20%で4万9000円から5万円という可能性も非現実的ではない。

日本の鉱工業生産における生産指数と出荷指数の関係については、長期トレンドとしても構造変化が

見られている。1990年代以降は新興国を始めとした世界経済の急成長などにより、最新需要が反映される出荷指数の先行での上振れが急角度で加速された。対応追随する形で、国内では輸出関連設備の増強と輸出増、生産増が進展している。

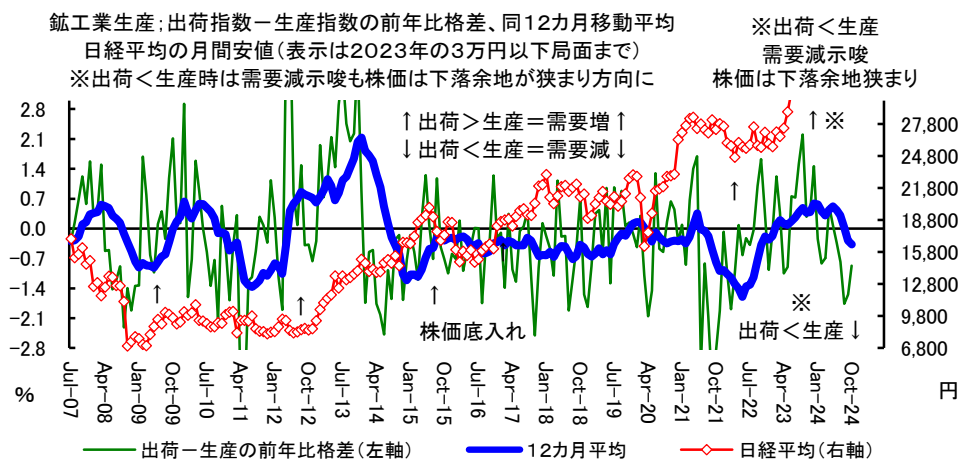
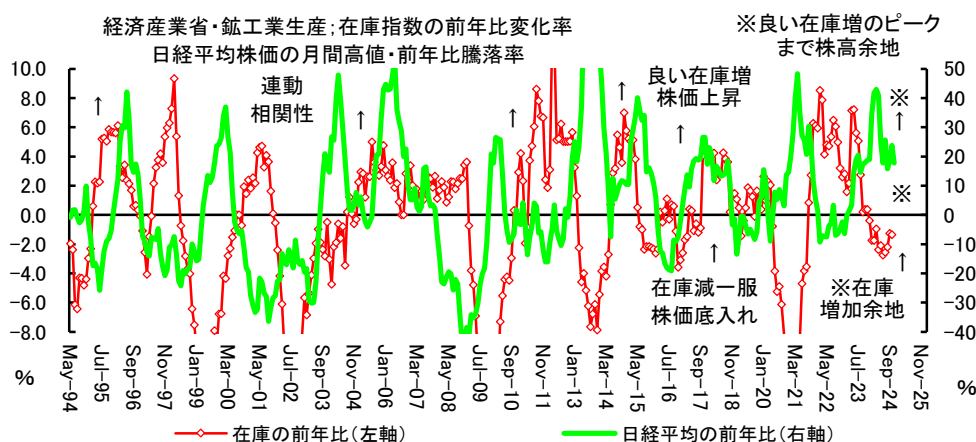
「出荷指数－生産指数」の格差では、1980年代にかけての出荷指数のマイナス化から、1990年代以降はマイナス幅が急激に縮小。2000年前後からは出荷指数が上振れのプラス化に移行している（出荷＞生産）。2007年から2011年にかけては、+3から+4超えという出荷指数の上振れ過熱が観測されていた（直近の今年10月は-1.7の出荷下振れ）。

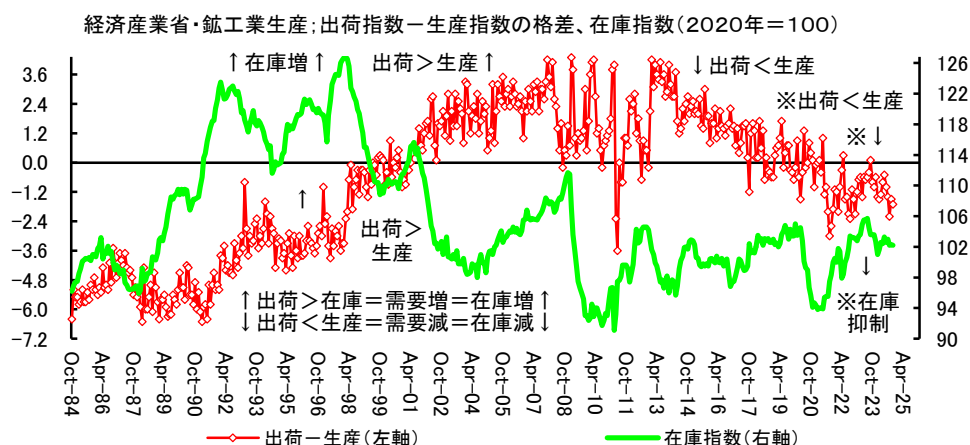
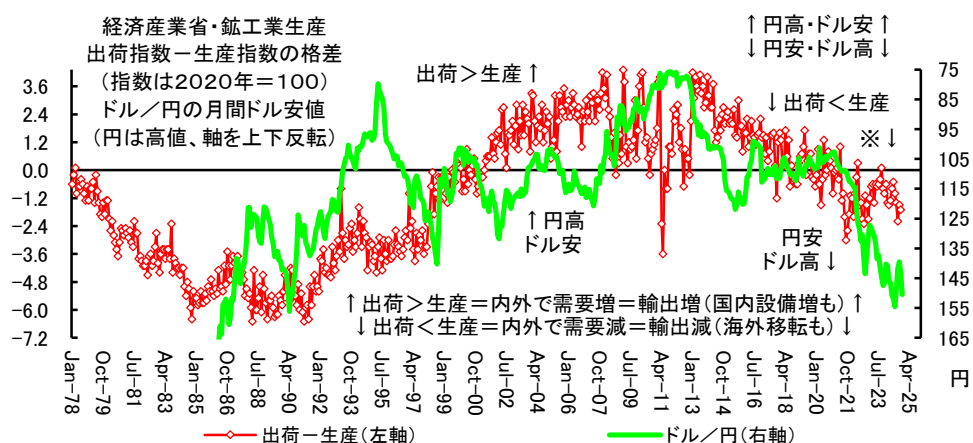
こうした出荷の先行上振れに対し、出荷急増に追いつくために輸出増・生産増が進展した。しかし、そうした流れは市場原理を通じて、円高・ドル安を招いている。そこから海外景気の悪化も重なり、円

高と輸出減、生産減という逆回転と振れ幅の大きさが見られてきた。1990年代以降の出荷増・国内設備の増強・生産増というモメンタムの加速は、反動悪化の局面で倍返しの在庫急増も招いている。

日本企業はこうした振れ幅の大きさと不安定さへの対処もあり、海外移転と国際分業化を拡大させてきた。同時進行でのIT革命のほか、現在はAI普及やデータ解析の進化などもあり、日本企業による生産管理や在庫管理は、迅速な修正対応や精緻化が進んでいる。

結果、生産・出荷・在庫の一方の振れ幅は抑制され、現在はそれぞれのバランスも安定化している。連動して過剰な在庫の積み上がりは未然抑止され、急激な企業収益の悪化と株価急落、為替円高といった変動の大きさも軽減化されている。





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。