

テーマ：生産動向から見た株式市場

発表日：2012年9月12日（水）

～下ブレ圧力強く、QE3見送りなら劇的反応も～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 生産減速は世界的に拡大

このところ、企業景況感、中でも製造業の景況感悪化が世界的な広がりを見せている。日米のほかユーロ圏、中国の製造業PMIの動向を見ると、リーマンショック時に大きく落ち込んだ時期以来の水準にまで低下している。

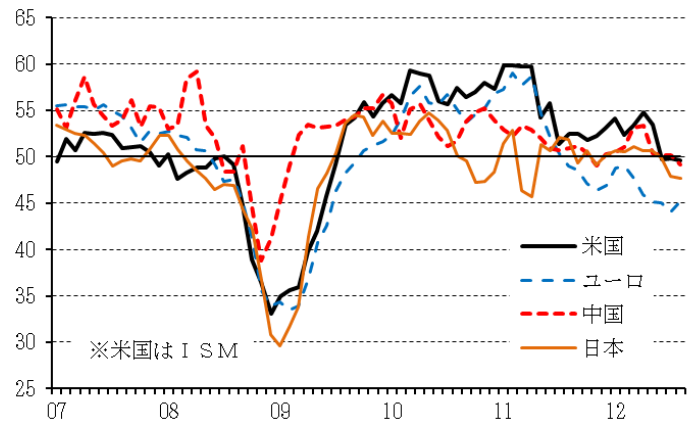
厳しい緊縮財政政策を背景に欧州経済は一部の国で厳しい落ち込みを見せているほか、ドイツなどでも景気の減速感が強まっている。米国では家計のバランスシート調整下で、超低金利政策を維持しているにもかかわらず最終需要が伸び悩んでおり、成長率が高まらない結果、雇用環境も目立った改善を見せていない。新興各国は海外景気の減速によって輸出にブレーキがかかっていることに加え、昨年半ばまで行ってきた金融引き締めの影響で内需にも陰りが見え始めてきた。また、一部にはインフレの高止まりや資金流出圧力軽減のために、景気減速下にもかかわらず金融緩和ができない国もある。

こうしたなか、日本では東日本大震災からの復興需要や、エコカー補助金などの政策効果が内需を支えてきた結果、世界的な景気減速や超円高水準の定着といった厳しい外需環境下にもかかわらず、相対的には景気は良好な推移を保ってきたと言えよう。しかし、今後はこうした政策効果が息切れしてくるとともに、内需が景気を支える力は徐々に減衰するばかりでなく、自動車などでは補助金による需要先食いの反動減といったマイナス要因が表面化してくる。そうなれば、外需環境に翻弄されやすい脆弱な姿が再び表出することになる。

## 慎重な日本企業の先行き生産見通しと懸念される業績下方修正圧力

相対的に好調だったはずの日本においても、他国と同様に企業景況感が悪化しているのは、こうした先行きの厳しい環境を見据えれば当然とも言える。7月の鉱工業生産統計においては、製造業の先行きに対する慎重な見方が明確となっている。同統計では、先行き2ヶ月分の製造工業予測指数が発表されるが、7月の鉱工業生産指数が前月比▲1.2%と、前月時点での製造工業予測指数（7月予測：同+4.5%）のイメージからはかけ離れた結果となったうえに、8月予測指数は同+0.1%、9月は同▲3.3%と、生産活動が急減速していく姿が浮き彫りとなった。特に、予測指数の修正率のマイナス基調が続いていることは、生産活動を取り巻く環境が急激に悪化していることを示唆すると同時に、先行きの生産弱含みの公算が大きいことを示している。

主要国製造業PMIの推移

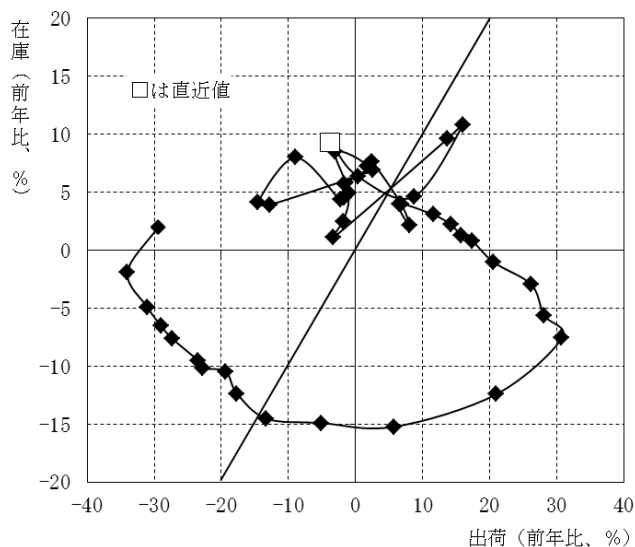


製造工業生産予測修正率と鉱工業生産の推移

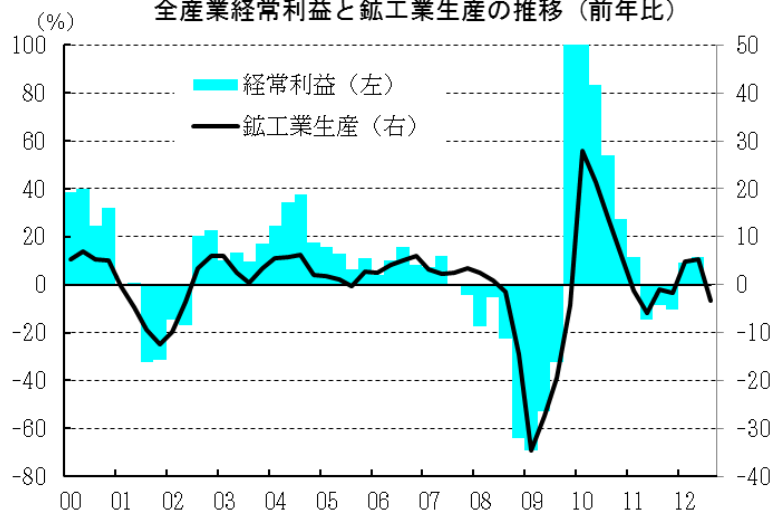


さらに、景気の短期的な循環状況を表す在庫循環図を確認すると、足元では出荷の伸びがマイナスに転じる一方、在庫の伸びは加速しており、在庫循環分析の観点からは在庫調整局面入りする可能性が高まりつつあると判断される状況にある<sup>1</sup>。このような局面では、需要が一定程度以上の伸びを保つことができれば、生産調整は軽微なものにとどまるが、需要が減退していくようだと生産調整圧力は一層高まり、仮に生産調整が遅れるようなことがあれば在庫が急増し、景気後退を伴う本格的な生産・在庫調整局面に陥るリスクも出てくる。これまで述べてきたように、内外需ともに需要の先行きは芳しいとは言えないため、生産活動にはもう一段の減速圧力がかかる可能性は高い。同時に、生産活動の減速は製造業の業績にもマイナスの影響を及ぼす。鉱工業生産と企業業績は連動しており、生産活動の減衰は企業業績に下方修正を迫るものとなろう。当然のことながら、業績予想の下方修正は株価にも影響を及ぼす。ただし、東証一部ベース予想P E Rは足元で12倍程度と高い水準にはなく、業績の下方修正が限定的なものにとどまれば、“割高“という観点から株に下落圧力が強まるとは考えにくいものの、実際には今後影響力が強まるであろう海外の景気や市場動向次第で調整余地が決まってくると言えよう。

日本の鉱工業在庫循環図 (09/1~12/6)



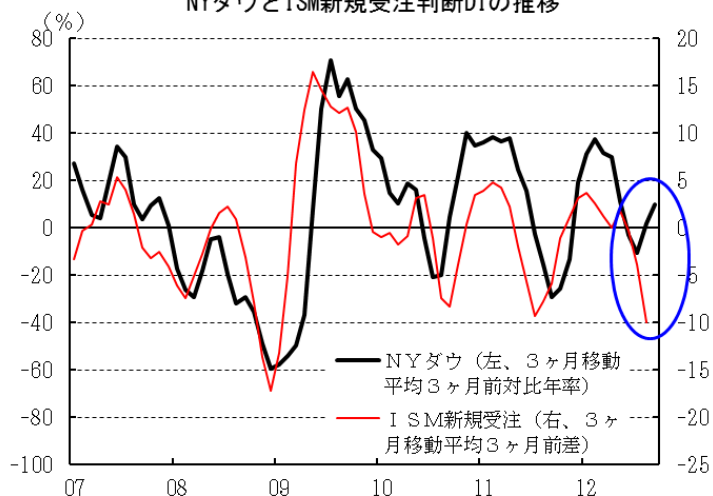
全産業経常利益と鉱工業生産の推移 (前年比)



### 調整余地が大きいのは米国株

一方、堅調な推移が続く米国株だが、その多くはF R BによるQ E 3などの大胆な金融緩和と政策期待に支えられている。一般的に株価は景気の半年先を織り込んで動くといわれるが、同様に景気に半年先行することが確認されているI S M製造業新規受注判断D Iの推移と比較すると、過去においては両者の相関は極めて高いものの、ここへ来て両者の方向性が真逆となっていることがわかる。すなわち、I S M新規受注判断D Iは低下傾向を辿っているのに対し、同様に上昇率が鈍化していたNYダウはここ2ヶ月加速に転じている。ファンダメンタルズは悪化の方向性にあるにもか

NYダウとISM新規受注判断DIの推移



<sup>1</sup> もっとも、在庫循環分析は通常前年対比伸び率で示されるため、前年同月に特殊な要因があった場合、状況を正確に表しているとは言えない場合もある。足元の場合、前年同時期には東日本大震災によって一時的に生産活動が滞った後に回復、出荷が急増する一方、在庫が急減していた。この反動により、足元では出荷の前年対比伸び率が鈍化する一方、在庫の前年対比伸び率が加速しやすい。ただし、こうした影響を受けない前月対比の伸び率の動きを見ても、出荷の減少が目立つ一方で、在庫は増加しつつある。

かわらず、株価はそれに反する動きに転じていることになるが、その乖離を埋めているのはFRBによるQE3期待と考えられる。

先行きを展望すれば、生産活動を取り巻く環境は厳しい状況が続くと考えられることから、ISM新規受注判断DIが早期に上昇に転じるとは見込み難い。したがって、ファンダメンタルズ面からは株価の調整圧力が更に増していくものと考えられる。実際、米企業業績についてはこれまで市場が期待していたほどには伸びない公算が高まっており、7～9月期については減益に転じる可能性が指摘されている。

このため、株価をファンダメンタルズから乖離させて押し上げている理由、すなわち米金融緩和期待が崩れるようなことがあれば、米株価にはその乖離を埋めるような動きが強まる公算が大きい。9月FOMCではFRBがQE3に踏み切るとの期待が高いが、仮に一部で指摘されているような時間軸の延長やツイストオペの拡大程度の“小手先”の緩和策にとどまるようだと、米国株価は大幅且つ急激な調整を余儀なくされよう。加えて、先行きの景況感についても下ブレリスクを直視せざるを得なくなる状況に陥ると見込まれるほか、予想外の展開で損失を被った投資家による他の資産売却による損失穴埋めの動きが拡散し、株を中心としたリスク資産の調整は世界的なものとなるリスクがある。