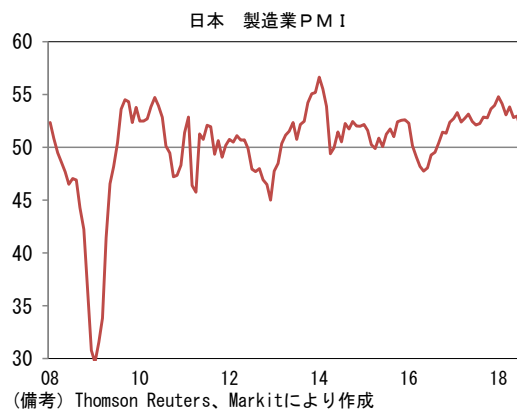


サマーラリーは描きにくくなった ～製造業PMIは精彩を欠く結果に～

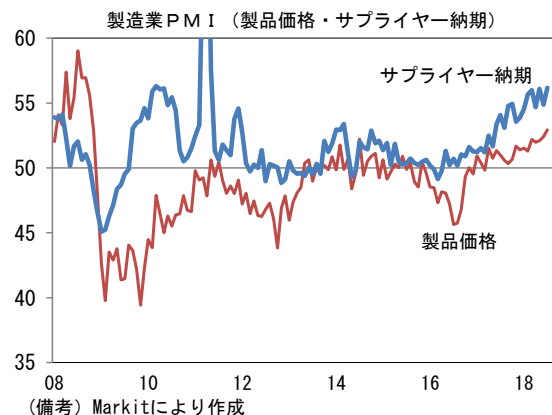
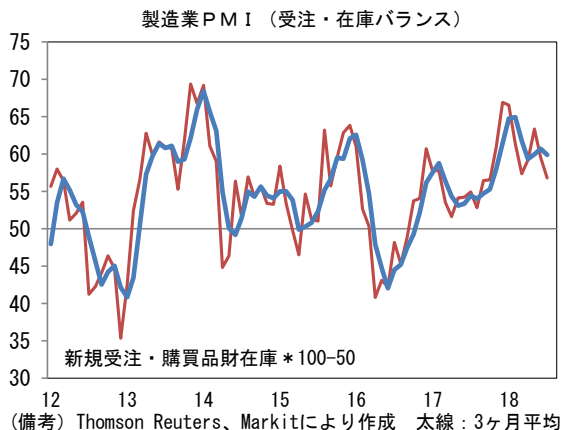
2018年7月24日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

7月製造業PMI速報値は51.6へと6月から1.4pt低下して2016年11月以来の低水準となった。内訳は新規受注（52.7→50.1）が大きく切り下げたほか、生産（53.6→52.4）も低下。これは経産省公表の生産予測指数が6月に前月比+0.4%、7月に+0.8%と慎重であるのと整合的。したがって6・7月の生産活動は力強さを欠いたとみられる（経産省経済解析室が独自に試算した6月の生産は▲0.1%）。

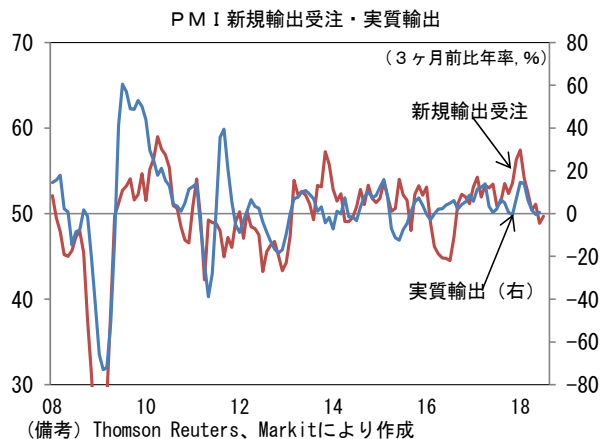


その他のヘッドライン構成項目では雇用（52.5→51.6）が低下したほか、購買品在庫（49.9→47.4）が3ヶ月連続で50を割れ、2016年10月以降で最も低い水準となった。これは製造業セクターがなお在庫調整圧力に直面していることを反映している。他方、サプライヤー納期（45.9→56.2※筆者が符号調整）は押し上げに寄与。販売価格上昇を伴っていることから判断すると、デマンドプルの要素が一部にあるのかもしれないが、やはりサプライチェーンの寸断が一部影響した可能性が高い。



ヘッドライン構成項目以外に目を向けると、新規輸出受注（48.9→49.7）が3ヶ月ぶりに反発。通関統計ベースの実質輸出が直近6ヶ月のうち4ヶ月で前月比マイナスになり（※輸出金額の季節調整済み前月比

は6ヶ月のうち5ヶ月がマイナス)、3ヶ月前比年率では+0.6%とモメンタムを弱めていたが、今回の結果はそうした下向き基調が反転する可能性を示唆。こうした動きは資本財輸出の先行指標である機械受注統計の「外需」が2018年1-3月期にかけて大きく減少した後、4・5月に反発したことで整合的で、輸出回復シナリオをサポートする。7月PMIで唯一明るいメッセージとなった。



このように7月の製造業PMIは、ヘッドライン構成項目外の新規輸出受注が反発したものの、ヘッドラインを構成する5項目（生産、新規受注、雇用、購買品在庫、サプライヤー納期）は日本経済の成長鈍化を示す内容であった。この指標は日本経済を速報性と予測精度に優れた数少ない指標で日本株との連動性も強い。実際、ヘッドラインの数値が50超の領域を維持することは、TOPIXの年率リターンがプラス圏にあることと概ね整合する。PMIが下向きのカーブを描いている現状、日経平均が年初来高値を突破して一段と水準を切り上げていくサマーラリーは想像にくくなった。また、貿易戦争を巡る不透明感、日銀の金融政策の予見可能性の低下も、日本株を下押しする材料として意識しておきたい。

